

# 政府の救済策と市場動揺の収束（Ⅰ）<sup>1)</sup>

望 月 和 彦

## はじめに

「破綻と崩壊」（Ⅰ）において大正バブルに関する高橋亀吉の四段階説を

- 1) これまでの一連の論考と同様、引用文は原則としてオリジナル表記で行い、年号は元号を用いている。ただし本稿が横書きであることを考慮して、数字はオリジナルが漢数字であっても算用数字で表記したところもある。また引用文には句読点を適宜追加している。必要に応じてルビを加えたところもある。引用文中〔 〕は引用者による補足である。引用文中の□は判読不能文字を指している。

本稿で頻繁に引用される文献については次のように略記している。

日本銀行調査局「世界戦争終了後ニ於ケル本邦財界動揺史」日本銀行調査局編『日本金融史資料明治大正編』（第22巻）、大蔵省印刷局、昭和33年→「財界動揺史」、これはもともとカタカナで書かれたものであるが、引用に際してはひらがなに変えている。

高橋亀吉『大正昭和 財界変動史』上巻、東洋経済新報社、昭和29年→『財界変動史』

雑誌『ダイヤモンド』の正式名称は『経済雑誌ダイヤモンド』であるが、本稿では『ダイヤモンド』と略記している。

『東京経済雑誌』及び『銀行通信録』は復刻版を参照したが、ページ数はオリジナル版のものを表記している。

ここで「破綻と崩壊」（Ⅰ）というのは、拙稿「金融機関の破綻と市場機能の崩壊」（Ⅰ）『桃山学院大学経済経営論集』第55巻第1・2号、平成25年10月のことを、

「破綻と崩壊」（Ⅱ）というのは、拙稿「金融機関の破綻と市場機能の崩壊」（Ⅱ）『同』第55巻第3号、平成26年2月のことを、

「破綻と崩壊」（Ⅲ）というのは、拙稿「金融機関の破綻と市場機能の崩壊」（Ⅲ）『同』第55巻第4号、平成26年3月のことを、

「破綻と崩壊」（Ⅳ）というのは、拙稿「金融機関の破綻と市場機能の崩壊」（Ⅳ）『同』第56巻第1号、平成26年11月のことを、

「破綻と崩壊」（Ⅴ）というのは、拙稿「金融機関の破綻と市場機能の崩壊」（Ⅴ）『同』第56巻第4号、平成27年3月のことをそれぞれ言う。

キーワード：大正バブル崩壊、銀価安、金融梗塞、逆ざや、総解合

紹介した。そして同（Ⅰ）から（Ⅳ）でそのうちの第二段階の考察を行い、同（Ⅴ）で第三段階を扱った。高橋は七十四銀行の破綻を第三段階とし、それからすぐに夏以降の世界的不況の到来を第四段階としているが、実はその間に小規模ながらも株式・商品市場で小パニックともいえるべき事件が発生しており、この事象を看過することはできない。株価や商品価格の低下はこの後も続くが、大正11年末の小恐慌まで市場がパニック状態になることはなかった。高橋亀吉も大正9年反動の大暴落は6月に一巡していると述べている<sup>2)</sup>。6月中旬に各市場で小規模なパニックが起きているが、これが大正9年のバブル崩壊の最後の波乱であったと考えられる。そこで本稿以下では第三段階と第四段階の中間段階の出来事を扱う。まず本稿では横浜の七十四銀行破綻以降、6月中旬に起こったパニックに至るまでの諸市場の状況を概観する。

## 大正9年6月初めの金融市場の動向

米国ニューヨークの準備銀行は5月29日に商業手形の割引歩合を6月1日より7%とすると発表した<sup>3)</sup>。諸外国に於ける利上げについて『時事新報』は次のように論評している。

「日銀着電に據れば紐育準備銀行が今度商業手形の割引歩合を6分より7分に引上げたる其理由は公定利率と市場利率との均衡を圖り、市中銀行に貸出制限の口實を與へ、依つて以て金融緊縮の目的を達せんとするに存りと云へり。戰爭中各國は財政上の必要よりして過度に通貨信用を膨張せしめたるも、戦後は成る可く速に之を収縮し其國家財政及び國民經濟をして一日も早く自然の状態に復せしむるの必要に迫られつゝあるを以て昨秋來相競ふて利上げを行ひ、今年に入りては3月に瑞典の中央銀行が公定利率を6分より7分に引上げたるを始めとし、4月には伊太利銀行は5分より5分5厘に、仏蘭西銀行は5分より6分に、英蘭銀行

---

2) 『財界變動史』287ページ。

3) 『時事新報』大正9年6月5日付。

は6分より7分に夫れ夫れ其公定割引歩合を引上げ、更に5月に至り伊太利銀行は之を6分に引上げた、其利上の理由は國に依つて多少事情を異にす可しと雖も、大體に於て通貨信用の収縮、投機思惑の抑制、物價の引下を主なる目的と爲せるや争ふ可からず。紐育準備銀行が昨年の暮に4分7厘5毛の商業手形割引歩合を一躍6分に引上げ、今度更に之を7分に引上げたも亦同様の目的に出づるものにして、各國の中央銀行が反動期に處して其態度を誤らざるを見る可し。通貨信用の膨張急激にして之を背景とする物價の騰貴が極端に馳すれば其反動も亦急激極端なる可き道理にして、既に各國の經濟界に反動來を現出しつゝある今日に於ては一面に其反動を緩和す可く機宜の方策を講ずる、他の一面に財界の整理回復を早むる爲めに緊縮的態度を取るの要あること勿論にして、其目的を達する第一の方法は中央銀行の金利引上に存すること疑ひを容る可からず。昨秋來列國の中央銀行が相競ふて公定利率の引上を行ふは之が爲めに外ならざるに、然るに我日銀は通貨信用の収縮を圖る可き場合に却つて之を膨張せしむるが如き不自然なる態度を取り、現に公定利率と市場利率との間に8、9厘の開きを生じたるにも拘はらず、毫も之を改めず今尚ほ低率を以て大膽なる融通を試み、其結果の恐る可きを知らざるの風あるは何ぞや。英蘭銀行は昨年11月以來今日迄に2分の利上を行ひ、紐育準備銀行は前後2回に亘り其割引歩合を2分3厘5毛方引上げたに、種々の事情より見て是等兩銀行よりも遙に警戒を加ふ可き日銀の利上が昨年10月と11月との兩回に日歩4厘、年利1分4厘6毛に過ぎざるが如き其警戒の不充分なるを事實に證明せるものと云ふ可し。列國の中央銀行が頻々たる利上に依つて近來ますます其警戒を深ふしつゝあるを見るに就ても日銀の警戒の不充分にして其態度の不謹慎なるを歎ぜざるを得ざるなり。」

（「列國の金利引上」『時事新報』大正9年6月6日付）

同紙は欧米の主要国は戦争中の信用膨張・物価騰貴の反動に直面しつつあり、この反動を緩和するための政策をとる一方、財界の整理回復を早めるための緊縮的態度をとる必要があるとした。そして各国の中央銀行は戦争以前の狀態に戻すために、公定歩合を引き上げていた。つまり金融引締政策を

採っていた。

わが国においても、日銀は大正8年10月6日と11月18日に連続して公定歩合を引き上げ、商業手形割引歩合を日歩2銭2厘（年利8.03%）とした。これは明治39年3月12日以来13年8ヶ月ぶりの高水準の金利となる。

しかし日銀が昨秋から公定歩合を引き上げていないことについて同紙は「日銀の警戒の不充分にして其態度の不謹慎」と嘆かざるを得ないと批判している。

この記事では意図的に金利の引き上げ幅だけが述べられ、金利の絶対水準が隠されている。確かに同紙が述べているように引上げ幅自体はイギリスやアメリカに比べれば小さかったが、当時の日銀の金利は欧米の金利水準に較べても高いレベルにあった。そのためこれ以上の引上げは国際資本市場でわが国に不利になるというのが高橋蔵相の主張であった。しかしバブルの威力はすさまじく、この程度の引き締めによっても通貨は収縮せずバブルは膨脹し続けたのである。

これについて神戸正雄京都大学教授は「日本銀行も多少警戒をやつたやうであります、實は行るとすればもう少し早く半年も早く行らなければならなかつた、謂はゞ時機を失したのである」と述べて、日銀の対応が遅かったと批判している<sup>4)</sup>。もっともそうすると日銀は大正8年5月あたりに金利を引き上げるべきであったということになるが、5月時点では価格上昇は起きておらず、まだ第一次世界大戦終了後の不況の状況にあったことから、神戸の主張は単なる結果論に過ぎないと言える。

その後、わが国は他国に先駆けてバブルが崩壊したために日銀は引き締めではなく貸出の増加を通じた量的金融緩和政策をとっていた。ただし金利自体は引き下げていない。『時事新報』が外国での金利引上げを見て、わが国でも同様の施策を採るべきだと考えているならば、それは経済状況を無視し

---

4) 神戸正雄「現下財界の恐慌並之が救済」『大阪銀行通信録』第276号、大正9年8月、27ページ。

同趣旨の主張は7月の帝国議会で浜口雄幸が行っている。これについては後の稿で取り上げる。

た議論であるというべきであろう。「破綻と崩壊」（Ⅲ）でも述べたように、『時事新報』は不況対策として公共事業拡大と金融引き締めという奇妙なポリシーミックスを主張しており、この記事に於ける日銀批判もこのポリシーミックスに基づいたものと言える。

日銀自身もこの時の金利政策を次のように述べている。

「本行は大正8年秋既に2回の利上を執行して商業手形の最低日歩は2銭2厘の高位にあり、従て金融梗塞人心不安に陥れる當時に於て更に之を上げんには徒らに人心の恐怖を増し、財界の動揺を甚しからしむるの害、寧ろ大なるべきを慮り、公定歩合の引上は之を實行せざりき、然れども資金の濫用を防止するには充分意を用ひて資金は平素の筋途を通して供給すると同時に實際に課する利率に付ては特別の考慮を拂ひたり」

（「財界動揺史」605ページ）

これ以上の引上げは人心を恐怖させ財界動揺を悪化させるとしているが、かといって引下げをするわけでもなく、実際の貸出に際しては利率について特別の考慮を払っているとしている。つまりより高い金利を課した場合もあるというのである。

もともと欧州主要国の場合は戦時に莫大な財政支出を行っており、その結果生じた財政赤字を賄うため信用を乱発していたことから引き締めをするのは当然であったが、わが国の場合には莫大な輸出超過による信用拡大が起こり、財政上は大幅な黒字であったことから欧州主要国とは事情を異にする。

さらに同紙は各国の経済にはすでに反動がやってきており、その反動を緩和するためにも金融引き締めを行わなければならないとしている。当時、不況対策として金融引き締めが考えられていた。金融引き締めをすることで事業の淘汰を進めることにより不況から脱出できるという考え方があった。これについても「破綻と崩壊」（Ⅲ）で述べた通りである。

このようにわが国に続いて世界的な不景気が到来しようとしていた。神戸

正雄は今年の2月頃からアメリカの景気が悪くなったことがバブル崩壊の一原因となったと述べている<sup>5)</sup>。これ自体は前年末の連邦準備委員会による金融引締の結果とも受け取れる。高橋亀吉も大正9年5月20日頃になってはじめて米国景気の後退が人びとの予想圏に入り、これに対する警戒が行われるようになったと述べている<sup>6)</sup>。もっとも高橋はアメリカ経済が明らかに不況に突入するのは同年8月～9月にかけてのことであると述べており<sup>7)</sup>、この時点では利上げの効果としては景気の拡大にストップがかかる程度であった。

物価は3月のバブル崩壊以後下落に転じていたが、それでも物価騰貴に警戒をするマスコミは跡を絶たなかった。『読売新聞』は現今の物価下落は認めるが、兌換券発行高が減少せず却って増加しているのを見て他日信用機関は再びもそのような活動、つまり信用の増加を行って物価が騰貴する可能性があり、物価問題は解決していないと主張した<sup>8)</sup>。バブルの記憶はまだ生々しく、「<sup>あつものこ</sup> 羹に懲りて膾<sup>なます</sup>を吹く」状態に陥っていたのである。また財界人にも藤山雷太東京商業会議所会頭のように世界的な供給不足が続いているという的外れな発言をする者もまだいた<sup>9)</sup>。

このように物価上昇を心配するマスコミもあったが、実態は逆であった。わが国では他国に先んじて発生したバブル崩壊の進行により金融の引き締めというよりは、金融の梗塞状態が続いていた。銀行は貸し出しを警戒する余りすべての取引を現金で行うように求める所も出ていた。

「聞く處に依れば休日當限受渡しの當日大垣の十六銀行より荷爲替付きにて客先きより仲買人□印山中清兵衛氏宛住友銀行扱ひにて送附し來れる付き同店が代金

5) 「前掲同論文」26 ページ。

6) 『財界變動史』267 ページ, 274 ページ。

7) 『財界變動史』276 ページ。

8) 『読売新聞』大正9年6月1日付。なお同紙は6月6日にも「物價は容易に下落せず」という記事で同様の主張をしている。

9) 藤山雷太「敢て悲觀の要なし」『ダイヤモンド』大正9年6月11日号。ここで藤山は徹底的な銀行の救済を主張している。

7216 圓 50 錢の小切手を發行して荷受けせんとしたるに、同行にては現金ならではと一旦之を突つ返したるに依り森村銀行の保證として提出したるに尚ほ拒絕し、第三銀行や安田銀行の裏書きにても不可なりと言ふにぞ餘儀なく現金を受取りて取引を濟ませたりとの事にて、同店主が僅か7, 8 千圓の取引に斯く迄に手數を重ね何もかも紙幣以外に相手にせぬなどは取引上甚だ困まるのみならず、取引の圓滑を故意に害するものにて斯の如きは警戒を通り起して寧ろ銀行自ら恐慌を製造するものなりと憤慨して居た。」

（『東京日日新聞』大正9年6月1日付）

商品を受け取るため荷為替を現金ではなく小切手で支払おうとしたが拒絕されたわけである。安田銀行のような大銀行の裏書きがついていても拒否され、現金以外は受け取らないというのである。このように銀行間での信用がまったくなくなっていた。

「財界動揺史」も七十四銀行の破綻以降、銀行間の信用が不圓滑になったと述べている。

「殊に5月下旬、七十四銀行の破綻は横濱地方一帯の銀行に動揺を及ぼし、延いて生絲市場の立會停止、株式及綿絲市場の混亂を惹起するに至り、生絲、綿絲、米穀其他商品市場亦崩落を續け、折角安定に向はんとしたる金融市場の人氣も急に逆轉して各銀行の警戒愈々加重し、信用取引殆ど杜絶の状況を呈したり、而して從來金融梗塞の中にも比較的圓滿に行はれたりし銀行間の融通は七十四銀行事件以來遽かに頗る不圓滑となれり。」

（『財界動揺史』538 ページ）

先の記事を掲載した『東京日日新聞』も銀行が現金取引を要求することは却って自ら恐慌を助成することだと述べている。銀行自身が信用創造を拒絕するのであるから銀行が自らの存在意義を否定していると言ってもよい。

『東洋經濟新報』も現在わが国經濟が直面する困難の正体は「信用の崩

壊」であると述べている。

「斯うした、底知れぬ恐怖の中に藻掻かねばならぬ困難の正體は、抑も何か。其答は一語に盡きる。曰く『信用の崩壊』是である。成程、株式の多くは大體半値に暴落した。又綿織物も半値になつた。生絲も、綿絲も、又半値になつた。是は勿論大變動である。併し乍ら、前日好景氣時代に於て、有力なる實業家が口癖の様に云ふた如く、其實力が眞に3倍5倍に増してゐたのなら、こんなに信用の搖るぐ譯はない。彼れ實業家輩が3倍にも5倍にも太つたと云へる其の實力なるものは、單に、吾輩の最も恐るべきものとして絶えず指摘し警告し來れる信用の過度擴張の影に過ぎなかつたのである。唯夫れ信用の影に過ぎぬから、株價諸物價の崩落（半分に）と同時に、其れだけ信用の影も亦掻き消されて仕舞つた。其れだけ信用が亡びたのだ。困難の正體は實に此の點にある。

斯の如くにして亡びた信用は、之を受けたもの、破産倒産或はそれに等しき困難を語ると同時に、又之を與へた銀行の損失をも物語つてゐる。之が爲に既に破綻を暴露した銀行も現はれたが、未だ尻尾を出さずにゐる大多數の銀行も、内々互に相疑ひ、相惧れて、小切手さへ其の流通を甚しく阻まれつゝある程で、荷爲替の如き容易に取組まない。斯くて一方に、信用機關の活動が著しく局限せらるゝと同時に、他方に、已むを得ず、大に現金の移動に依頼せざるを得なくなつた。而して其の反映は、市中銀行貸借の變動に可成り現はれてゐる。」

（『財界概観』『東洋經濟新報』大正9年5月22日号、1ページ）

この「信用の崩壊」により、小切手も流通せず、荷爲替も容易に取り組まない状況となり、信用機關の活動は著しく局限され、取引に際して現金の移動に頼るところが大きくなったというのである。同誌は銀行の経営を心配していたが、七十四銀行の破綻はこの記事の出た直後に起きている。

他方で金融梗塞の下、銀行の貸出態度が嚴重となり、銀行の手許資金は潤沢となっていた。そのため日銀の預金が増えたり、手許資金の運用に困った



銀行が正金の輸入手形を買い取るようになった<sup>10)</sup>。

表Ⅰを見ても民間の日銀預金は5月下旬には1億円を越えるようになって  
いる。それだけ資金が還流したのである。

表Ⅰ 民間の日銀預金高

日付	金 額 (単位：円)
3月20日	34,064,840
4月17日	65,528,756
5月22日	117,581,119
6月19日	80,061,811
7月10日	108,099,177
7月17日	95,698,899

(出所：『京都日出新聞』大正9年7月25日付)

日銀の資金回収が迅速であったことは、「破綻と崩壊」(Ⅳ)表1の東京銀行参考表からも明らかである。その東京銀行参考表で見ると日銀の貸出高は5月22日には月初めに比べて2億3000万円ほど減少した。『東洋経済新報』は日銀の貸出が5月初めをピークとしていたことから恐慌の絶頂は5月初めにあったとした<sup>11)</sup>。七十四銀行の破綻時は日銀の貸出が減少する一方で日銀への預金が増加しており、銀行の手許が必ずしも逼迫しているような状況ではなかったといえる。

10) 『大阪毎日新聞』大正9年6月1日付。同紙7月20日付によれば、一時期日歩2銭3、4厘だったスタンプ付輸出手形は最近1銭8厘見当まで利率が下がり、それでも買手が多いためスタンプ付手形はますます払底の傾向があるとしている。

11) 「財界概観」『東洋経済新報』大正9年6月26日号。

表Ⅱ 大正9年上半期東京手形交換・不渡手形状況

月次	手形		不渡手形		
	枚数	交換金額	人員	不渡金額	枚数
1月	824,015	3,063,495,270	28	32,266	29
2月	921,476	3,532,101,698	36	47,986	37
3月	1,069,211	4,135,258,419	54	66,252	55
4月	929,401	3,168,386,682	72	168,639	73
5月	865,406	2,922,031,897	56	98,285	58
6月	881,695	2,524,262,620	68	125,263	69

(出所:『銀行通信録』第70巻第418号,大正9年8月20日,30-31ページ)

表Ⅱに見られるように、3月をピークに手形交換は減少し、同時に不渡手形は増加している。

『東洋経済新報』は5月の手形交換高を3月に比べれば、東京が12億1400万円減(約3割減)、大阪が7億7500万円減(約2割6分減)となっていることから、「市中銀行が極度の恐怖に襲はれ、資金の回収一方に努め殆んど新規貸出を拒絶しつゝある結果が、茲にも亦明に看取し得る」と述べている<sup>12)</sup>。

有価証券取引の減少は荷為替取扱高にも表れている。5月の大阪手形交換所組合銀行の有価証券荷為替取扱高は前月比212万2000円減の7446万6000円であった<sup>13)</sup>。そして荷受けをするためには現金での支払いを求められる例があったことは既に述べた通りである。

『東洋経済新報』は6月の経済の見通しについて悲観的な見方を示した。

「日銀の救済に由て、4月末の決済を経過せる5月の各市場に對しては、世人は一般に尠なからぬ期待を懸けた。にも拘らず實際の成行は、全く豫期に反して、

12) 『東洋経済新報』大正9年6月5日号。

13) 『大阪毎日新聞』大正9年6月26日付。

財界は各方面ともに、益々悪化した。既に5月に於て、人心の蘇回を示し得なんだ程であるから、上半期の總勘定月なる6月に於て、立直るべしとは更に思はれない。」

（「財界概観」『東洋経済新報』大正9年6月5日号）

人びとは4月末の決済を無事に過ごしたことから5月の相場に少なからぬ期待をかけたのだが、実際には市場再開後も暴落が続いた。5月に回復しなかったのであるから上半期の決算月である6月に立ち直るとは思えないというのである。

## 企業計画の急減

第一次大戦中から戦後にかけて、企業の新設・増資は一大ブームとなっていた。『ダイヤモンド』によると大正4年以後の計画資本金額は120億円以上に達し、既設会社の資本額も大正4年から8年の間に44億円以上となり、その当初の払込金額でも20億円に達していた<sup>14)</sup>。

しかし一転して不況の進行と共に企業の新設拡張の動きは急速に減退していった。表Ⅲに見るように、大正9年5月の企業の新設拡張資本額はバブル発生時である前年7月の約半分にまで落ち込んだ。新設資本額だけを見ると5月はバブル崩壊時の3月の10分の1以下にまで激減している。6月は5月よりもさらに減少し、新設拡張の合計額は3月の7.7%程度にまで縮小している。

表Ⅲ 新事業及び拡張計画資本ならびに新設拡張会社及び解散会社数

（単位：千円，社）

年月	新設	拡張	合計	新設拡張会社数	解散会社数
大正8年 7月	262,700	294,265	556,965		
8月	309,230	204,699	513,929		

14) 「資金用途の抑減」『ダイヤモンド』大正9年5月11日号。

	9月	260,070	100,920	360,990		
	10月	353,970	208,395	562,365		
	11月	504,660	121,145	625,805		
	12月	280,790	261,555	542,345		
大正9年	1月	423,790	639,528	1,063,318	381	167
	2月	780,180	405,144	1,185,324	401	42
	3月	1,575,390	621,190	2,196,580	501	171
	4月	380,945	181,230	562,175	334	412
	5月	150,723	116,117	266,840	167	468
	6月	102,375	67,335	169,710	95	556

(出所:『東洋経済新報』大正9年6月12日号,7ページ,『銀行通信録』第70巻第417号,大正9年7月20日,17ページ)

これを見て『東洋経済新報』は、「斯くて、企業界の景気は、九天の上に飛躍□奔しつゝ、あつた有様から突如として九地の底につき落された惨状が、この冷かな数字の表に、マザタタと見られる」と述べている<sup>15)</sup>。

バブル崩壊により急速に新設拡張の動きは収縮したと言っても9年上半期の払込資本金は13億8690万円に達しており<sup>16)</sup>、それだけの資金が固定化されてしまっていた。同時に設立されても事業のメドがつかないために解散する会社も続出するようになった。表Ⅲを見ても大正9年4月以降解散会社数が新設拡張会社数を上回るようになる。『銀行通信録』によると9年上半期の解散会社の払込資本金は約9000万円となっている<sup>17)</sup>。

『東京日日新聞』によると、バブルが崩壊した3月から6月末までの間に東京府下で解散した会社数は332社、その資本金総額は1億4533万円、払

15) 『東洋経済新報』大正9年6月12日号,8ページ。

16) 『銀行通信録』第70巻第417号,大正9年7月20日,76ページ。なお『大阪銀行通信録』では払込資本金は10億9000万円となっている。『大阪銀行通信録』第275号,大正9年7月,38ページ。

17) 『銀行通信録』第70巻第417号,大正9年7月20日,76ページ。

込資本額は681万8500円に達した。解散会社の第一陣は化学工業で、第二陣が金属及び機械工業、それに雑工業、第三陣には製菓会社が来るという。多くの新設会社は資本金が集まらず、設立計画が頓挫するものが続出した。

日本鋼管社長の白石元治郎は現在の金融梗塞状態を解決するために、バブル期に計画され、資本金の払い込みを受けた新会社を解散すべきであるとした。新会社の資本金額は昨年と本年度で計14億円に上り、その四分の一を払い込んだとしても約3億5000万円にもなる。だが新会社の多くはまだ事業に取りかかっておらず、多くの払込資本は銀行に預金として眠った状態である。新会社が解散すれば、その払込資本は払い戻されることになるので、それだけで金融梗塞が解消するというのである。その上、資本の払い込みのために多くの株主は旧会社の株式を売却していることから、資本が払い戻されれば旧会社の株価も上がるとした<sup>18)</sup>。

『ダイヤモンド』も金融梗塞の原因の一つに新設事業計画があり、未だに事業を開始していない新会社は直ちに解散して株金を戻すことによって金融は緩和されるとした。同時にこれ以降会社の新設や拡張は抑制すべきであるとした。同じ号で福沢桃介も新会社を解散せよと主張している<sup>19)</sup>。福沢は解散により株数を減少せしめ、株価を維持できるという主張を行った。

## 債券市場の活況

後述するように株式市場は沈滞を続けていたが、他方では債券市場は活況を呈していた。日本興業銀行の調査によれば大正8年末の公社債発行総額は8億7627万円余りに達していた<sup>20)</sup>。もっとも社債の発行はバブル発生とともになくなってしまい、大正8年7月以降では11月にあっただけで、それ以降は行われていなかった<sup>21)</sup>。

18) 「新会社を解散すべし」『読売新聞』大正9年6月11日付。同様の趣旨の記事が某実業家談として『九州日報』大正9年6月13日付にも掲載されている。

19) 福沢桃介「新会社解散せよ」『ダイヤモンド』大正9年5月11日号。

20) 『銀行通信録』第70巻第417号、大正9年7月20日、79ページ。

21) 『日本銀行調査月報』各月号。日本銀行調査局編『日本金融史資料』明治大正編第20巻、大蔵省印刷局、昭和34年。

『ダイヤモンド』によると社債の発行は大正9年3月のバブル崩壊後しばらくして5月になって再び行われるようになった。同誌はこの原因として銀行の手許資金が潤沢になってきたこと、多数民衆の遊資吸収のためであるとしている<sup>22)</sup>。

表Ⅳに見るように、6月中の国債と社債の取引は急増している。これとともに債券価格も上昇し、6月初めと終わりの間に特別5分利は4円50銭、甲号5分利は4円30銭、第1回4分利は1円70銭上昇した。表Ⅴを見ても6月の最高・最低の価格差が大きいことが分かる。債券価格の上昇は利回りの低下を意味する。つまり金融市場に於ける金利は低下していたと見ることができる。資金はリスクの高い株式や商品から安全資産である債券に流れていた。6月における国債の最低価格での利回りを計算すると、5分利国債が年6.06%で日歩1銭6厘6毛、4分利国債が年5.17%で日歩1銭4厘2毛弱でしかない。これが国債を購入した場合の最高利回りになる。公定歩合日歩2銭2厘(年利8.03%)に比べていかに利回りが低いかがわかる。

表Ⅳ 債券市場における売買出来高

	国債	外国債	地方債	社債
1月中	260,150	—	—	—
2月中	173,400	—	—	—
3月中	88,600	1,000	—	—
4月中	33,900	—	—	—
5月中	271,300	2,000	28,500	14,000
6月中	711,450	—	11,500	79,500
7月14日迄	225,660	—	—	22,800

(出所:『ダイヤモンド』大正9年7月21日号,32ページ)

22) 『ダイヤモンド』大正9年5月21日号。

表V 国債相場（大正9年1月～8月）

	甲号5分利		特別5分利		1回4分利		2回4分利	
額面利率	5%		5%		4%		4%	
月	最高	最低	最高	最低	最高	最低	最高	最低
1月	89.30	87.00	89.80	89.30	80.30	80.00	81.20	81.00
2月	86.90	86.70	89.50	88.70	80.40	79.80	81.50	81.00
3月	86.70	85.80	88.20	87.00	80.40	80.20	79.40	79.20
4月	85.80	84.50	87.00	86.50	80.20	80.00	79.50	79.30
5月	85.30	84.00	85.50	85.00	79.30	79.00	78.50	78.00
6月	85.00	82.50	86.00	83.50	79.00	77.30	80.00	78.30
7月	86.80	86.00	87.80	86.50	79.00	78.50	80.00	79.00
8月	86.20	85.00	87.00	86.00	78.60	78.20	79.60	79.00

（出所：「日本銀行調査月報」大正9年1月～8月，日本銀行調査局編『日本金融史資料明治大正編』第21巻，大蔵省印刷局，1959年）

6月中における債券市場の状況を『九州日報』は次のように伝えている。

「6月中旬より短期公債に對する需要顯著となり，其結果は自然價格の昂上を喚ぶに至り，追々甲號5分利等比較的長期の公債にも需要を推し及ぼし，活力を失へる所謂死藏資金は東京に於て1億圓を算し，之に關西中京其他全國各銀行を加へんか恐らく2億圓乃至2億5000萬圓を下らざるべし，市場金利の3錢以上を唱ふるを眺め<sup>なが</sup>乍ら2錢のスタンプ附放資に甘んぜざる可らざる現在の狀況は畢竟不安と恐怖より來れる一時的現象と云はざるを得ず」

（「金利低落の對策」『九州日報』大正9年7月1日付）

同紙は市場金利が3錢以上であるのにもかかわらず，金利2錢のスタンプ手形に投資せざるを得なくなっていると述べている。「財界動揺史」も「スタンプ手形ハ市場割引歩合ヨリ遙カニ低歩ナル日歩1錢8厘乃至2錢1，2

厘位ニテ旺ニ需要セラレ、又爲替銀行ノ銀行引受輸入手形ノ市中賣出高モ其頃遽ニ増加シタリ」と市中金利よりも遙かに低い金利のスタンプ手形や銀行引受輸入手形が需要されていたと述べている<sup>23)</sup>。

確かに手形割引は3銭ということになっていたが、誰もリスクのある手形を割り引こうとはしなかった。銀行間の短期貸借市場であるコール市場ですら、七十四銀行の破綻の際、焦げ付きが発生している。当時、中小銀行は余裕資金をより大きな銀行に預けることが一般的に行われていた。しかし銀行預金リスクが高まったため、リスクを回避すべく、割引金利が3銭以上であるにもかかわらず、あえて利回り2銭のスタンプ手形を購入したりそれよりも利回りの低い公債に投資したのである。貸し手にとって安全な投資先は限定されており、その金利が2銭前後であったということであって、事実上の市場金利は2銭前後であったといえることができる。

銀行の手許現金は2億円から2億5000万円に達し、それが安全な運用先を求めて公債に流れていた。そのなかで日銀の公定歩合は改定されないまま、安全資産の市中金利だけが低下していたのである。『九州日報』は6月初めからの1ヶ月間で公債価格が1円50銭ないし4円50銭上昇したのは元来値幅の狭い公債としては「希有の現象」と言うべきであり、その原因として財界の不安が拭いきれず銀行預金よりもさらに安全な運用先として選好されていること、物価が下落する不況局面では公債に対する需要は増加することを挙げている<sup>24)</sup>。もっとも表Vを見る限り、公債価格が4円50銭も変動したことは裏付けられない。

「破綻と崩壊」(Ⅲ)で取り上げたように、マスコミのなかには金融梗塞緩和のために国債の現金償還を主張するところもあった。だが現金償還をせざるも債券需要が旺盛であれば、債券保有者は市場で容易に換金することができるため、政府が現金償還する必要はない。

むしろ政府はより有利な条件で借換が可能となる。恐らく政府が現金償還

23) 「財界動揺史」539-540ページ。

24) 「公債漸騰」『九州日報』大正9年7月8日付。



してもその資金は日銀に預け入れられた可能性が高い。むしろ現金償還すればそれだけ有利な運用先が減少することになり、さらなる債券価格の上昇を招いた可能性がある。

## 在庫の増加

バブル崩壊直後の在庫の増加については「破綻と崩壊」（Ⅲ）で取り上げた。在庫の増加はその後も続いていた。在庫の増加はバブル期の「売り惜しみ」の名残とも言える。

「長期に亘る物價激騰の勢は財界の人心を驅て商品原料の蓄積に汲々たらしめたり。諸般物資の市價は日に月に激騰しつゝあるが故に商業家は只管商品の蓄積に依りて其騰貴の利益を獲得せんとし、資力信用の在らん限りを盡して、商品の買占に汲々たり、是等は商品の蓄積的消費にして、之が物價の騰貴を激成せし力は蓋偉大なるを疑はず、爲に全國の倉庫會社に保管さるゝ貨物は約9億圓の巨額に上り、孰れの倉庫も貨物充滿して寸地を剩さざるの状態なりと云ふ。獨り商家が過度の仕入に耽けるのみならず、製造業者亦過度の原料を購入する者比々皆然らざるは無し。今の製造業者が限りあるの器械を使用して、格外的暴利を占め居るもの、物價激騰の賜ものに出ること素より論なしと雖、然も其收利の餘りに意外なる所より考ふれば、其過度に仕入れたる原料を賣却して、收得したる利益の寡からざるを想見すべし。」

（『資金用途の抑減』『ダイヤモンド』大正9年5月11日号、12ページ）

投機思惑に起因する仮需要の増加の結果生じた在庫価格の上昇は製造業者や商人に思わぬキャピタルゲインをもたらした。このキャピタルゲインを狙って、商人も製造業者も在庫をため込んでいた。そこに物価暴落の波が襲ったのである。

そのため倉庫業も不況の影響を被むることになった。『福岡日日新聞』は、関門地方の倉庫では、「商人中には2ヶ月の期限にて保管したる貨物を7ヶ

月も8ヶ月も放置するものある爲め、品物變質し尠からぬ損失を招くのみならず、從來月末毎に支拂ひ居たる保管料及び諸係りも品庫物の出し後ならでは支拂を遅滞せしむが如き事もありて、倉庫業者の蒙る打撃尠少なからざるが故に不確實なる商人の荷物、及び倉庫保管が長期間に亘れば變質するの虞ある貨物に對しては絶対に引受を拒絶するの餘儀無き状態に陥れり」と述べている<sup>25)</sup>。

『国民新聞』も「一旦割引した収容貨物は既に2度目3度目の頭が切れても荷受けはして呉れず、之を背込んだ倉庫銀行は殆ど絶對絶命の窮状に陥つて居る<sup>26)</sup>」と述べて貨物を抱えた倉庫と銀行の窮状を伝えている。

阪神地方における倉庫の在荷は5月末で4億4108万3500円で前月末比5131万8600円増、前年同月比では2億2319万9200円増と、前年比では2倍を超える激増となった<sup>27)</sup>。三菱倉庫の調査による全国の倉庫在荷でも同様の傾向が見られ、5月末の在荷は12億6529万円余で前年同月比では2倍以上となっている<sup>28)</sup>。

『ダイヤモンド』は全国倉庫の貨物の金額及び数量が5月末まで増加し続けていることを取り上げて次のように述べている。

「要するに倉庫貨物の近時益々増加しつゝあるは、全く財界股賑沸騰時代の繰越されたる現象であつて金融梗塞、信用破壊の事實と相並んで、恐慌時に見る物資供給過剰の事實であると言はねばならぬ。倉庫に貨物が此の如く停滞し増加しつゝあるは、なほ財界の安定せざるを語るものである。而して一般金融のなほ疏通緩和を見る能はざるを示すものである。」

(「金融界は果して安定したる乎」『ダイヤモンド』大正9年7月11日号、34-35ページ)

25) 「倉庫警戒」『福岡日日新聞』大正9年6月25日付。

26) 『国民新聞』大正9年7月6日付。

27) 『福岡日日新聞』大正9年6月23日付。

28) 「倉庫在荷の續増」『東洋經濟新報』大正9年7月24日号。

このように同誌は在庫増加が生産過剰の結果であり、一般的な金融が緩和されていない兆候であるとしているが、それとは逆の要因も働いていた。例えば同誌は綿織物の在荷増加の要因について次のように述べている。

「處が今春以來、財界に大反動が起り金融が梗塞し、製品が暴落し、折角荷出をした織物が先方の問屋より送還される事となつたので、之に依りて代金を受取る事が出来なくなり、其結果直に原糸代金の支拂に窮するに至つた。漸次影響の波紋が日を重ねるに従ひ甚大となり、遂に如何様にも動きがとれなくなり、機業は全滅状態に陥つたのである。其後倉荷証券に對して簡易に金融の途が開かれた。そこで同業者は争ふて手持品を倉庫會社に托した。取引先より逆送されたものも漸次擔保に供し銀行に融通を求めた。中には自己の店舗にあるもの迄も、わびわざ態々倉庫會社に提供して金融を講じた者もある。斯くして倉庫は何れも忽ち満腹状態となり、保管に應じ切れなくなり入庫を拒絶するに至つた。兎角するうち話が出來、委托者が自己の倉庫を倉庫會社へ提供して倉荷証券を得る者すら生じた。要するに倉荷証券を手に入れば若干の金融を得られるので、争ふて倉庫會社を利用し、その結果財界不況の折柄倉庫會社のみ獨り繁昌し、各倉庫には商品が溢れ、軒下に雨覆ひまでして織物類を積重ねて居る極端のものすらあるに至つた。」

（『名古屋地方の機業』『ダイヤモンド』大正9年7月21日号、35ページ）

つまり財界救済策の一つである倉荷証券による金融の緩和によって、商人たちがこぞって商品を倉庫に預け、倉荷証券を受け取ってそれを担保に銀行から資金を引き出していたのである。つまりもともと隠されていた在庫が金融緩和措置によって表に現れたのである。倉荷証券による融資は、綿糸・生糸のほか、砂糖、羊毛、銅などの諸商品に対しても行われた。

これによって利益を得たのが火災保險会社で、従来無保險のまま個人倉庫に預けていたものも倉荷証券を作成するために信用ある倉庫会社に預けるようになり火災保險が掛けられるようになって火災保險会社の契約数・金額は

ともに増加した<sup>29)</sup>。

『東洋経済新報』は3月以降に在荷が増加したものとして、粗糖、綿織物、毛織物、米綿、印綿、綿糸、毛糸、羊毛の品目を挙げ、これらはすべて政府救済対象となっている産業のものであり、「此の在荷の増加は、或る意味に於て全く政府の特殊救済の結果であり、而して之等の商品の相場は此の救済のためにかなり高位に維持し得た、倉庫在荷の単價が其の割合に引下がつてゐぬ理由は、主として此處に在ると思ふ」と述べ、在荷額の増加は政府救済により価格が下落していないからだとした。同誌はまた在荷増加の要因として救済の他に銀行が増担保を要求したからであるとしている<sup>30)</sup>。

この理由として、担保掛け目がどう設定されていたかによるが、倉荷証券を担保に資金を融通した銀行は不良債権を抱え込んだ可能性が考えられる。例えば綿糸はその最高価格が628円であったものが6月初旬には半値以下にまで下落していた。証券の担保となっている商品の価格下落率がこれほどまでに急速で大幅であれば、貸付は不良債権と化してしまうため、銀行は増担保を要求することになる。

このように倉庫の在荷増加は、不況による在荷増加に加えて、政府の救済策の結果、商人や企業の抱えていた在荷が倉庫に預け入れられたことによるものであった。他方、鉄道の在荷は急速に減少した。例えば門司鉄道局管内の5月中の在荷は月初に11万5000トあったものが、月末には7万トにまで減少している<sup>31)</sup>。これは鉄道在荷が一時的なものであるからと思われる。在庫の急増は供給過剰の証左であり、一部のマスコミの主張する世界的な供給不足という認識は誤っているといつてよい。

## 株式市場の動向

5月24日に七十四銀行の破綻という予想外の出来事が起こり、市場は混

29) 「火災保険は好況」『京都日出新聞』大正9年7月29日付。

30) 「倉庫在荷の續増」『東洋経済新報』大正9年7月24日号、14ページ。

31) 『福岡日日新聞』大正9年6月5日付。

乱したのであるが、5月限の受渡も無事に済んだことから、気分も一新して新甫を迎え、相場も上がると予想されていた。ところが6月に入った株式市場は不勢で始まった。

「月末休會中當限の大受渡も表面は無事完了を告げ、格別新規に惡材料と認むべきものなきに拘はらず貿易の大入超懸念や四邊の依然たる不振状態に内氣配は鈍勢を免かれざりしが、此の氣先きを受けたる今發會の市況は人氣更に添ひ來らず取引頗る閑散裡に相場も大體不勢を以て推移されたり。」

（『東京日日新聞』大正9年6月2日付）

新甫發会への期待が大きかっただけ、失望も深かった。『東洋經濟新報』が6月の見通しについて悲觀的であったことは既に述べた通りである。『読売新聞』は發会市場が不振だったのは、貿易収支の悲觀的な見通し、生糸の販売不振、代用証券価格の引き下げが原因であるとした<sup>32)</sup>。

東京株式取引所は6月1日より代用証券の価格を時価に合わせて引き下げた<sup>33)</sup>。これにより追加担保が必要になるとともに、建玉の整理も進むことになる。だが他方で、連日の下落により仲買人たちは即追敷の負担により破綻の淵に追い込まれている者もあると推測されていた<sup>34)</sup>。

發会市場が不振だったのは株式市場だけでなく、後述するように期米、綿糸、生糸の各市場でも同じであった。

『東京日日新聞』が伝えているように、東京株式市場の取引引きは閑散としており、『国民新聞』は2日の東京株式市場では全く買い注文がないという惨澹たる光景であったと述べている<sup>35)</sup>。東京株式取引所では取引高が激増して取引所の能力を超えたため、2年近く後場の立会を休止していたが、株式暴落後の出来高激減により対応が可能になったとして6月5日から前後場

32) 『読売新聞』大正9年6月2日付。

33) 『国民新聞』大正9年6月2日付。

34) 『東京日日新聞』大正9年6月5日付。

35) 『国民新聞』大正9年6月3日付。

2回立ち会うこととなった<sup>36)</sup>。そこには取引所の収益を増やすという目的もあった<sup>37)</sup>。それでも表Ⅵに見るように、6月に入ってから取引高は1日6万株程度と低迷していた<sup>38)</sup>。3月の最盛期には57万株以上であったのに比べると10分の1程度にまで減少したことになる<sup>39)</sup>。

大阪株式市場でも事情は同じで、前場の立会がわずか48分で終わってしまい、後場も1時間も経たずに終わり、新規の先物市場が開かれる新甫発会というのに取引高が1万4000株という閑散とした取引となった<sup>40)</sup>。その後取引は閑散としており、6月7日の北浜の甲部で立会時間は50分程度、乙部では30分に満たないほどであった<sup>41)</sup>。この様子を伝えた『福岡日日新聞』は北浜市場を「休業同様」と評している。

ちなみに4月の大混乱の時の大阪定期株式市場の立会日数はわずか6日しかなかったが、1日平均の売買株数は21万1800株であった。また5月は立会日数18日で1日平均の売買株数は6万6600株であった。これを見ても取引がいかに低調であったかが分かる。

表Ⅵ 株式市場出来高

月 日	東京株式	大阪株式
6月1日	64,060	13,520
2日	52,920	25,340
3日	66,860	41,300
4日	66,860	31,950
5日	70,820	14,610

36) 『中外商業新報』大正9年6月2日付。

37) 『読売新聞』大正9年6月1日付。

38) 『中外商業新報』大正9年6月8日付。

なお大正9年6月中の東京株式市場定期取引は立会日数23日で売買高は229万4000株となっている。

『銀行通信録』第70巻第418号、大正9年8月20日、25ページ。

39) 『財界変動史』286ページ。

40) 『大阪毎日新聞』大正9年6月2日付。同3日付。

41) 『福岡日日新聞』大正9年6月8日付。

7 日	45, 530	16, 810
8 日	44, 990	15, 180
9 日	64, 740	64, 880
10 日	81, 100	32, 240
11 日	107, 460	46, 140
12 日	108, 290	65, 160
14 日	161, 430	69, 210
15 日	109, 160	50, 340
16 日	127, 650	57, 680
17 日	117, 680	67, 140
18 日	74, 750	40, 240
19 日	96, 390	43, 250
21 日	115, 310	37, 280
22 日	137, 940	55, 660
23 日	125, 660	43, 390
24 日	105, 510	37, 490
25 日	102, 390	45, 310
26 日	132, 590	62, 580
30 日	—	40, 170

（出所：『東京経済雑誌』大正9年6月12日号, 6月19日号, 6月26日号, 7月3日号, 7月10日号）

『中外商業新報』はこれまでの株式相場の動きを次のようにまとめている。

「3月上旬頭を打ち、同15日に到り第1回の急轉直下的の暴落を演出して以來小波瀾はこれありしも大幅棒下げを繼續し5月25日茂木落城相場が演出さるゝ、ま

で暴落を續け、東株は凡そ380~90圓方の大暴落を以て漸く底を入れ當日の162

圓にて頽勢を喰止め、其他も概ね一時の高値より三分の一乃至四分の一の大値下りにて漸く底入れ模様となり、5月27日には賣込みの反動を惹起し、茲に局面の轉換を暗示し賣方に警鐘を與へたる次第なるが、何分3ヶ月間の急落に強弱共に大小の負傷を蒙り、其創痕の頗る深刻なるものあるより新規買の加はず高値には直に處分物を喚起し來る故、相場は自ら澁刺たるを得ず、動もすれば四圍の形勢の不良に戻り、賣の人気と化し相場も亦直に漸落し來り、買方をして屢々嫌氣を催さしめつゝあるも、四圍財界の惡材料多く人氣の沈み勝ちなるに比すれば割合に下足澁り、往々にして急反撥性を發揚し、下足よりも上げ足の方、餘程活澁となり、4日東株が再び20圓方の反撥高を示したるが如き最早賣餘地の無き事を物語りつゝある者とす可し。」

（『株式底値百日』『中外商業新報』大正9年6月7日付）

要するに同紙も株式相場は下げ足は澁りつつあり、逆に上げ足は活潑となっていることから相場は底を打ちつつあり、いずれ上昇に転じるだろうとしたのである。

「素より有價證券市場の大暴落のみならず、今回の財界の大反動は商品市場を風靡し商品界の混雜名状す可からざるものあり、一方株式高の原動力と目されたる地方筋は高値背負込みの有價證券の打撃のみに止まらず米價の崩落及び繭價の急落等相前後して殺到したる事とて到底新規に買物を發し來る力のあるべしとは思はれず。寧ろ向後の戻りには必ず處分物の輻輳を免れざる次第なるを以て株價の回復は餘程の時日を要するならんと思はる。併し乍ら何分暴落の先導をなしたる株式が遅れて崩れ出したる商品界の惡影響を尚ほ分配せられ、且つ米國英國の財界の波瀾まで賣材料に供せられつゝある等總ゆる惡材料を一手に背負ひたるの概ある丈けに此上惡材料の反響は利目薄かるべしと思はる一方、強材料も亦買氣を鼓舞するの材料とは見做さざれど、要するに搾り切りたる揚句の株式とて此上賣つて搾り取らんとするは寧ろ勞して效薄しの感なき能はず。それよりも既に底調べを終りて漸次回復の兆あるに乘じ安値を買狙ふ方頗る妙味多かるべし。而とて



大相場後の揚句として何人も動もすれば相場の波瀾を大きく見做すの慣ひあるも大創痕後の相場が爾く一直線に回復すべくもあらず、幾度か戻賣に壓せられて大概の買方をして愈々回復の機無きかと嘆ぜしむる程の休養を無くしたる曉にあらざれば到底眞の出直りを期待する事能はざるべし。要するに株の前途は必ず相當の採算點にまで回復するの合理的ならんと豫想せしむる次第なるが、四周の形勢尚は險惡を示し人心尚は安心を得ざるが爲め俄に其の本領を發揮するの疑はしく、謂ゆる底値百日の保合時代を經過し初秋の頃愈々其實値を現し來る事となるべきか。」

（「株式底値百日」『中外商業新報』大正9年6月7日付）

しかし株価が戻ると必ず処分物が現れるため、上昇するにしても一直線に上昇するのではなく、上昇下落を繰り返しながら相當の採算點に到達するまで時間をかけて回復するのが合理的な見方であるとした。そこで表題を「底値百日」としたのである。

同じ見方は『ダイヤモンド』でも見られる。山一合資会社社長の杉野喜精は現時点での株式市場の状態をやはり底値百日にあるとした。

「然し、今日となつては流石に崩落も大段落を告げ、他の商品の安定を待つの状態となつて居る。數日前に東株の160何圓と云ふのがあつたが、あれが先づ崩落の行き止まり、我々社會の言葉で云へば底を入れたものと見られる。然し、底を入れたからとて株式市價は直に反撥するものではない。底を入れると今度は底固めと云ふのに移る。これに相當の時日を要する。そこで底値百日の稱がある。今日は即ち株式が底を固めつゝある底値百日の時代である。此時代を經過して始めて株式は反撥するものと知らなければならぬ。」

（「下期には一ト景氣あらんか」『ダイヤモンド』大正9年6月11日号、17ページ）

株式市場では暴落が続いたため額面割れとなる株式が続出するという状態

となった<sup>42)</sup>。大阪市場でも定期建株の中に10円札1枚で買える銘柄が現れたと『大阪毎日新聞』が書いている<sup>43)</sup>。まさに底値状態にあった。

『読売新聞』もこの閑散裡の持ち合いがいつまで続くのかと訝しむが、これが「一種不可思議の神秘的樂觀事情」を含んでいるとした。同紙は世界的に物資が不足しているのに、綿糸や生糸にもやがて買い手が現れるはずであると、そうなれば相場は回復すると予想したのである<sup>44)</sup>。冒頭で述べた通り、同紙はもともと物価はいずれ上昇すると予想しているためこのような見通しとなったものと思われる。

「破綻と崩壊」(Ⅲ)でバブル崩壊後、しばらくは世界的供給不足が続くという見解は『大阪毎日新聞』や『九州日報』が持っていたことはすでに述べた通りである。しかしバブルが崩壊してすでに3ヶ月近く経過し、冒頭で引用したように世界の主要国でも金利が引き上げられ、在庫が積み上がって不況の様相が強まってきた状況でもこのような楽観的見解が述べられていたのである。

10日の市場は前日の銀価安が続いたことから、このような悪材料が出てくる中で市場はどうなるのかと関係者は固唾を呑んで立会の始まりを待ったのであるが、いざ立会が開始されると案外投物は少なく相場の動揺はそれほど大きくはならなかった。これを見た『国民新聞』は、「市場は悪材料を入れて人心の動揺頻りなるも人心の恐怖狼狽せる割合に投物らしき投物は現はれず寧ろ安値は買埋めんとする賣方の利喰潜伏し居るより相場は下げながら底意頗る強硬」と評した<sup>45)</sup>。同紙もこれまでの暴落局面で投物は出尽くしているのではないかと述べている。

しかし11日には株式市場は惨落となり形勢は重大局面を迎えようとしていた。『国民新聞』は「市場遂に崩壊」という見出しを付けている。それまでの安値が底値ではなくまだ下落余地があることが判明したのである。同紙

---

42) 『読売新聞』大正9年6月3日付。

43) 『大阪毎日新聞』大正9年6月17日付。

44) 「閑散裡の持合」『読売新聞』大正9年6月9日付。

45) 『国民新聞』大正9年6月11日付。

はこのまま株価下落が止まらなければ商品や証券を時価で精算する多くの会社は決算不能になってしまうと述べている。また5月の強制解合で先物に乗り替えた東京株式市場の5000万円の返済も難しくなるとした<sup>46)</sup>。

確かにこのまま暴落が続くと定期の清算を乗り替えているなかで含み損が膨らみ、乗り替えができなくなって清算を迫られる仲買人で破綻するところが続出することが予想された。同紙が「困ったことだ」と述べるほど事態は切迫していた。暴落が止まらなければ東京株式取引所自体が破綻してしまう。

総解合の乗り替え問題について『大阪毎日新聞』は次のように述べている。

「市場の内面材料としては例の不健全買玉を引受けて乗替資金の供給を受けたシンジケートの前途を悲観して居ることが相場を悪くする主因になつてゐるらしい。此乗替資金は繼續が出来るか出来ぬか決定して居らず、若し繼續が出来ても値を釣り上げる力はなく繼續出来ねば場臺で乗換へねばならぬ。其時に當限で買向ふて呉れる者がありさうもなく、先限を買はんとすれば値ばかり先走りて其買物の筈<sup>はさ</sup>まつた後は忽ち崩れるやうな結果となるは明瞭である。關係者が乗替を樂觀して今日迄に手段を盡さず其間に相場は甚しく不良に傾いて始末が悪くなつたのは手落ちと云はねばならぬ。」

（『大阪毎日新聞』大正9年6月12日付）

乗り替えとは言うならば問題の先送りであつた。しかし先送りしている間に地合が改善するならともかく、「破綻と崩壊」（Ⅳ）で触れたように価格支持の試みは行われたようだが、局面を転換することはできなかった。結果として乗り替えを繰り返すうちに先物価格は暴落を続け、評価損は膨らむばかりとなっていた。それではますます清算は困難となる。このまま乗り替えができなくなれば、6月末で清算をしなければならなくなり、それはこれから

46) 『国民新聞』大正9年6月12日付。

大量の売りが生じると言うことを意味していた。

先行き悲観に嫌気をさしたのか、先物の乗り替えという糊塗策はもう止めにして清算した方が良いという意見も現れた。

「曩に株式救済の目的より組織されしシンヂケートが3、4月限受渡及乗替資金として日銀より融通を受け居る1300萬圓が今後如何に處置さるゝかは當面の最大問題なるが、本月は各銀行の決算期に當れると、連日の不勢より3期の鞘は益縮小し殆ど無鞘若くは逆鞘に陥れる爲め、買方側は銀行に叩頭して高利の金を借りたるまま、此本割の乗替を行はんより寧ろ渡切るを得策とするだけ、シ團も本月限にて打切るべしとの風説を生ずるに至れる」

（「期近の悲観」『福岡日日新聞』大正9年6月13日付）

このように好材料が無く悪材料だけがある中で市況好転を待っていた人たちも辛抱しきれなくなって手じまい売りをするようになった。

9日付で楽観的な予想をした『読売新聞』も株式市場で暴落が止まらないことに困惑を示し、「之れ以上の安値は常識を以て到底想像が付かぬ」とまで述べている<sup>47)</sup>。

つまり株価の下落は常識では説明のできない水準にまで達しているというのである。多くの株式が額面水準まで下落するなかで、値がさ株というのは唯一200円を超えていた鐘紡や100円台の東株、日本郵船といった10種類程度の株しかなく、それらの値がさ株が狙い撃ちされて売り浴びせられた。

このうちの紡績株の下落について、『大阪毎日新聞』は「金に代へねばならぬ手筋が採算も利益も度外視して投出して来る」のも一つの原因であると述べている<sup>48)</sup>。さらに『国民新聞』は、株価・商品価格の下落により金融機関も相当深刻な打撃を被っており、資金繰りのために優良値がさ株すら手放しているとした。

47) 「形勢益々非也」『読売新聞』大正9年6月12日付。

48) 『大阪毎日新聞』大正9年6月13日付。

『東洋経済新報』はもしシンジケートの結成と操短により将来 20 番手 400 円の相場に戻すことができれば、7 月から 12 月の先物取引を損益折半の棒値で解け合っても紡績会社は巨額の利益をえることができ<sup>49)</sup>、従って、現在の紡績会社の株は売られすぎであると考えていた。

「最近の紡績株の市價は、他株との釣合以上に割安を示した。それは第一には動搖の中心が綿絲布界であつたことに由るのであるが、更らに一つの原因としては、第一流紡績株の價位が、比較的高値に在る爲めに、賣方の目標になつた點を擧げ得る。東西の定期市場に於いて最後まで 200 圓臺を維持したのは、唯一つ鐘紡のみであつた。之れを會社の實質から云へば、郵船の 140 圓などに比べても割安であり、其他に比すれば更らに割安であるが、賣方から云へば値嵩の高いことは即ち賣思惑の餘地あるものと思はれた、斯くして遂に 200 圓割れの不況を示すに至つたのである。其後皆引返したと云へ、去る土曜日の引値に於いて、富士紡が寶田石油よりも安く、東洋紡が同じく増資子株落ちの明治製糖と同價位に在るなどは、如何にも悲觀され過ぎた感なきを得ぬ。砂糖や石油が如何に高値を維持してゐるからとは云へ、永遠の打算に於て、實力の遙かに優越せる紡績會社が、關稅の保護下に成立してゐる之れ等の會社よりも、不良な位地に立つといふことは、到底思惟することが出来ない。」

（「綿業界の諸問題と紡績會社の前途」(4)『東洋経済新報』大正 9 年 6 月 26 日号、26-27 ページ)

同誌は輸出競争力のある紡績会社の株価が関税保護下にある石油や製糖会社の株価よりも低位にあるのはおかしいとし、紡績会社の株価下落が行き過ぎたのは群集心理のためであるとしている。そのため値がさ株が売られすぎとなったのである。

これまで相場が下落する中で主力株は市場関係者によって買い支えられて

---

49) 「綿業界の諸問題と紡績會社の前途」(3)『東洋経済新報』大正 9 年 6 月 19 日号、27 ページ。

きた観があったが、このような主力株すら売られるようになると市場の打撃は大きく、『国民新聞』は「市場は全く地獄の境に沈み行くが如き悲哀の感に打たれつゝあり」とすら述べている<sup>50)</sup>。

特に当時の値がさ株の代表であった鐘紡株が6月14日に200円の大台を割ったことは株式市場の先行きに大きな不安材料となった(表Ⅶ)。

『ダイヤモンド』も「今の財界に處する者は前日投機旺盛時代の觀察を一掃して、沈着事に當るの要あるべく、兎角前日の好位地に復歸せんとするの觀念を一擲して、徐ろに其損失の輕減に力むるを以て程度とせずんば、失敗に失敗を重ねて遂に起つ能はざるの悲境に陥らんも測られず、今尚各定期市場に前日の浮きたる調子の跡を斷たざるは近頃寒心すべきことなるべし<sup>51)</sup>」と述べて、多くの人びとはバブルの記憶をいまだ保持しているようだが、状況は一変していることを認識すべきであると説いた。

『中外商業新報』も株式の利回りが2～3割以上となり、難平買<sup>ナンピン</sup>い(相場が安くなるにつれて買い増すこと)が有利となる状況であるにも関わらず、処分売りが止まらず、安いと思って買った株がすぐさま損失になるような状況になっていると述べている<sup>52)</sup>。しかし同紙は市場が極端に悲觀的になっていることは認めながらもこれが転換点になるのではないかという見通しも示している<sup>53)</sup>。

表Ⅶ 6月の株式市況

月 日	市況	郵船	鐘紡	洋糖	東株
6月1日	低落	158.50	265.00	105.30	204.00
2日	不振	156.10	256.50	99.90	195.90
3日	穩健	152.00	248.80	91.50	184.40
4日	午前安午後高	149.00	235.10	95.00	205.90

50) 『国民新聞』大正9年6月13日付。

51) 『ダイヤモンド』大正9年6月11日号、34ページ。

52) 「相場益々惡化」『中外商業新報』大正9年6月13日付。

53) 「株式極度悲觀」『中外商業新報』大正9年6月14日付。

5 日	区々	152. 60	246. 90	93. 60	205. 00
7 日	開〔閑〕散	150. 20	241. 50	92. 20	197. 80
8 日	軟弱	150. 10	242. 90	91. 00	195. 30
9 日	挫折	149. 50	240. 00	88. 50	189. 80
10 日	保合	147. 00	232. 50	85. 00	189. 80
11 日	暴落	140. 00	213. 50	79. 40	177. 50
12 日	漸落	136. 00	205. 50	78. 00	170. 50
14 日	続落	133. 00	189. 00	75. 50	165. 50
15 日	依然保合	135. 90	197. 00	77. 90	160. 20
16 日	底入	128. 00	189. 00	80. 00	169. 00
17 日	反発	141. 90	216. 00	88. 90	184. 80
18 日	引緩	142. 50	208. 00	88. 50	177. 00
19 日	好調	137. 00	217. 10	94. 50	195. 50
21 日	上昂	142. 00	234. 90	88. 50	191. 00
22 日	活況	148. 90	253. 00	97. 10	195. 50
23 日	利押	149. 80	237. 00	95. 10	195. 50
24 日	低落	147. 60	249. 90	95. 00	190. 10
25 日	不振	144. 10	240. 50	94. 00	186. 20
26 日	引締	144. 70	242. 70	92. 90	188. 00
28 日	臨時休会				
29 日	休会				
30 日	休会				

（出所：『東京経済雑誌』大正 9 年 6 月 5 日号、12 日号、19 日号、26 日号、7 月 3 日号）

## 米市場の動向

価格の下落傾向は米市場でも同様であった。銀価の下落は外米価格の下落となり、これまで下落幅が比較的小さかった正米価格も 5 月末には 47 円台にまで下落した。

米価の下落は当然のことながら、米穀商の経営に深刻な打撃を与えていた。正米価格の低下により逆ざやが発生して損失を蒙った上に、金融の梗塞のため資金繰りにも窮したのである<sup>54)</sup>。このため5月末に神田川米穀取引所では50数軒ある米穀問屋のうち19軒が廃業届けを出すという事態となっている<sup>55)</sup>。

新甫入りの6月1日の堂島市場では天災のリスクを抱えた8月限の取引が始まった。人びとは天災リスクがある分、期米価格は上昇し、正米価格を上回ると予想していたのだが、現実には新甫は35銭の天下鞘となる37円51銭となった（表Ⅷは東京市場の相場なので数値は違っている）。つまり中限（7月限）に比べてそれだけ暴落したのである。正米価格の高値はこの時点ではまだ続いていた。これを見た『福岡日日新聞』は天災リスクよりも先行き下落の方が懸念されるような状況となって相場はさらに下がると予想した<sup>56)</sup>。そしてこの予想は的中する。

既に5月下旬から期米相場は暴落の様相を呈していたが、表Ⅷに見るように、6月に入ると正米相場も暴落を始める。6月2日には深川の正米市場では1円から1円50銭の崩落となった。この一つの原因は深川の市場価格が地方に比べて相対的に高く、それだけ調整的下落が発生したことにある。地方市場と深川市場の値ざやは2円50銭程度に達していた<sup>57)</sup>。

6月2日の東京期米市場は正米市場以上に暴落し、先限は後場第一節で33円51銭という安値になった。『国民新聞』はこの日の東京期米の下落を「期米は釣瓶落とし」の見出しで伝えた。名古屋市場では29円台にまで下落した。

---

54) 『国民新聞』大正9年6月13日付。

55) 『国民新聞』大正9年5月28日付。

56) 『福岡日日新聞』大正9年6月2日付。

57) 『中外商業新報』大正9年6月3日付。



表Ⅷ 大正9年6月東京正米・期米相場表

(単位：円)

日 付	1 日	2 日	3 日	4 日	5 日	6 日	7 日	8 日	9 日	10 日
正米相場	47.80	46.70	46.00	46.00	46.80	—	45.30	45.30	45.10	41.40
期米相場										
当限	39.50	38.15	37.70	38.60	37.99		36.35	36.75	34.01	34.10
中限	37.51	36.20	35.41	36.99	35.79		34.50	34.95	32.00	32.00
先限	37.21	34.42	34.00	35.21	33.79		32.65	32.99	29.99	30.31
日 付	11 日	12 日	13 日	14 日	15 日	16 日	17 日	18 日	19 日	20 日
正米相場	39.70	39.20	—	38.60	38.80	39.50	41.50	43.70	43.70	—
期米相場										
当限	32.80	32.19		30.71	31.19	31.50	33.60	33.00	—	
中限	31.15	30.35		30.10	29.99	30.20	32.75	32.21	32.35	
先限	29.50	28.50		28.49	27.40	28.69	30.89	30.01	30.60	
日 付	21 日	22 日	23 日	24 日	25 日	26 日	27 日	28 日	29 日	30 日
正米相場	44.40	44.40	46.40	46.40	45.90	44.90	—	45.60	45.60	45.60
期米相場										
当限	33.21	35.00	—	—	—	35.99	—	—	—	—
中限	32.99	34.71	34.75	34.04	33.30	33.70		34.90	—	35.25
先限	31.00	32.89	32.51	31.80	30.85	30.90		32.31	33.00	33.39

(出所：『銀行通信録』第70巻第417号、大正9年7月20日、102ページ、

『東京経済雑誌』大正9年6月12日号、6月19日号、6月26日号、7月3日号、7月10日号)

この日の惨落の原因として『大阪朝日新聞』は以下の要因を挙げている。

- (1) 金融の梗塞の激化,
- (2) 経済状況悪化により期米価格が伸び悩み、採算買いをする人々も嫌気が

さしていること、

- (3) 正米価格も下落の兆候を見せてますます不安になっていること、  
(4) 新甫8月限が下軸から始まり、天候の良順を伝えられて先物の下落が予想されるため買方が投げ売りをしていること<sup>58)</sup>。

この原因として『中央新聞』は、農家の繭が1貫目5円という安値になり、金融に困った農家が持ち米を手放すに至ったからだと報じている<sup>59)</sup>。今年の早春に全国の養蚕家が桑園に春肥をまいていた時には1貫目25円と予想していたのが、予想の5分の1という大暴落に見舞われたわけである。この水準では肥料代は出ても租税・人件費で赤字となり、稲作のための肥料資金を調達することができなくなっていた<sup>60)</sup>。さらに春蚕の成育も悪く、生産量は前年比で15%減収となると予想されていた<sup>61)</sup>。

この結果、地方市場から米価の暴落が始まっており、天候次第では更に暴落が進むことが懸念されていた。『大阪毎日新聞』は「産地の金詰りは漸く甚しきに至り農家は此邊賣急ぎの姿にあり」と述べ<sup>62)</sup>、また『国民新聞』も「各産地は金融の逼迫は極度となり農家は續て其持米を投出し来る者少なからず」と述べて<sup>63)</sup>、生糸の暴落によりいよいよ金詰まりになった農家が米を売り急いでいるとした。米価格暴落の背景に生糸価格の暴落があることはこれまでも報じられていたが、この時点でもこのような説明が行われていた。

『万朝報』も繭の安値に音を上げた農家が米を売り始めたと報じている。そして名古屋方面から値が崩れたのは名古屋が経済界の動揺を受けた程度がひどかったからだとしている<sup>64)</sup>。

58) 「惨落の事情」『大阪朝日新聞』大正9年6月3日付。

59) 「期米は大暴落」『中央新聞』大正9年6月3日付。

60) 『大阪毎日新聞』大正9年6月4日付。6月6日付『万朝報』は東京府商工課長の談話として、春蚕の繭価格は1貫目20円内外の予想であったが、実際には7～8円になっており、農家は大きな損失を被っていると述べている。

61) 『国民新聞』大正9年6月9日付。

62) 『大阪毎日新聞』大正9年6月3日付。

63) 『国民新聞』大正9年6月4日付。

64) 「期米暴落す」『万朝報』大正9年6月3日付。同様の主張は『小樽新聞』にも見られる。「期米續落」『小樽新聞』大正9年6月4日付。

『九州日報』は米価格暴落の要因として、米価の暴落と株価低迷に加えて梅雨前の悪米変質期を眼前に控えて手持ち米の売り急ぎを引き起こしたからだとした<sup>65)</sup>。

米価の急激な下落は、買方の没落を招き、有力な買方であった岡半<sup>かく</sup>、堀原、萩長といった商人が没落し、市場にはめぼしい買方が不在という状況となった<sup>66)</sup>。これがさらに米価暴落を助長したのである。株価と米価の下落は4日になって一時止まったものの、5日には再び下落し、東京期米市場では当限の終値が37円99銭に対して8月限の終値が33円79銭と4円以上の逆ざやとなった。これについて『国民新聞』は「天災時の米に對して4圓といふが如き大下鞘を賣り走りて賣方は果して收拾の見込ありや如何」と述べている<sup>67)</sup>。天災というリスクを抱えているにも拘わらず、先物が下落することはそれだけ人びとが先行きに対して悲觀の見通しを持っていたことを意味する。『読売新聞』は貯蔵米を有する中農は養蚕副収入の激減により手持ち米を売り急いでおり、委託米も増加傾向にあるため、遠からず30円台割れは免れないだろうとした<sup>68)</sup>。

7日月曜日には東京期米は取引中に31円99銭まで下落した。これは3月の最高値に比べて20円70銭の下落であった。混乱したのは大阪の堂島も同じで、その日の様子を『大阪毎日新聞』は次のように伝えている。

「日曜休み明けの7日、米の堂島にまた大崩れが來た、前週土曜日に桑名で大關門の30圓が破れたのと江州や美濃筋から35圓位の安い正米が大阪へ仕向けられたとの報で市場は場の立たぬ先からビクついてゐたが、更に押被せて「銀行の纏まつた擔保米が賣に出た」「綿絲も株もよくない」などの御注進が駈込むので立會の柝が入ると投げるわ投げるわ亂軍が味方同士で踏み躪<sup>にじ</sup>り合ひをする有様」

（『大阪毎日新聞』大正9年6月8日付）

65) 「米價慘落」『九州日報』大正9年6月4日付。

66) 『東京日日新聞』大正9年6月4日付。

67) 『国民新聞』大正9年6月6日付。

68) 『読売新聞』大正9年6月7日付。

正米まで投売りが出てきたことから同紙は30円台割れも時間の問題であり、軟派の目標である27円の実現もそれほど困難ではないだろうと予想している<sup>69)</sup>。この状態を『福岡日日新聞』は「恐怖相場」と呼んでいる<sup>70)</sup>。

取引量も低調で6月4日、5日と1万俵の取引量があったのに、7日は5907俵の取引しかないという状況であった。他方で地方からの入荷は1日1万8000俵から2万俵に達しており、地方の農家は将来の更なる下落を見越して売り急いでいると報じられた<sup>71)</sup>。

それでも期米と正米には大きな値開きがあり、正米価格は下げ渋っていたので、ここは採算買いが入ってもよいように思えるのであるが、『読売新聞』は現物と先物の間で裁定取引が思うように進まない理由として、

- (1) 今日の期米の標準が最も粗悪な米になっていること、
- (2) 正米現物に近い当限は定期の中でも相対的に高いままであること、
- (3) 財界動揺のため3ヶ月先の予想が不可能となっており、その間にどんな変動があるか分からないこと、
- (4) 受米の売りさばきが容易でなく、貯米がますます困難になっていることを挙げた<sup>72)</sup>。

この時点でも農家は大量の米を抱えていたと考えられる。『九州日報』によると久留米の米穀検査所の調査では生産者手許にある在米は1万3165石で昨年同期比9665石の増加、商人の手にあるものは695石で同405石の減少となっている<sup>73)</sup>。つまり農家の手許には昨年3倍の米が残っていたのである。これはバブル期の米・生糸価格の上昇により裕福になった農家は米を売り急ぐ必要がなく、例年米価が上昇する端境期まで米を保蔵していたことを示している。

期米先限は6月9日には東京大阪の両市場で30円を割って29円99銭に

69) 「大惨落」『大阪毎日新聞』大正9年6月8日付。

70) 『福岡日日新聞』大正9年6月8日付。

71) 『中外商業新報』大正9年6月8日付。

72) 「素人期米採算観」『読売新聞』大正9年6月9日付。

73) 「筑後在米現況」『九州日報』大正9年6月10日付。

まで暴落した。『読売新聞』はこの日の東京期米市場を「市場混乱を極む」と述べている<sup>74)</sup>。9日の暴落の要因として銀価の下落と朝鮮米の暴落が挙げられていた。『国民新聞』はもし蚕糸救済が失敗すれば農村経済の混乱は拡大し米や麦の価格が更に暴落するだろうと述べている<sup>75)</sup>。

『万朝報』も期米の暴落は米の小売り相場にも影響が及びやがて1円で3升の白米が買えるようになるだろうと述べている。この原因は従来繰り返して、繭価の下落と繭生産の減少にあり、そのため農家は繭の販売で6億4000万円の収入を見込んでいたものが、1億5000～6000万円の収入しか得られず、繭生産に伴う諸掛かりの支払いに窮することになった。関東方面ではこれに加えて麦の不作が追い打ちをかけており、そこで農家は手持ち米を手放すようになり、これが期米市場での暴落を引き起こしているというのである<sup>76)</sup>。

10日も米価は下落し、東京期米の先限はザラ場で29円11銭の新安値を記録している。同じく10日には深川正米市場で価格が3～4円安となり、市場は恐慌状態に陥った。期米の暴落を見た農家が一斉に売り放ちに動いたためである。この正米の暴落の原因について『時事新報』は、四国中国地方の三等米が東京着40円という高値に応じて売りを強めたことと、朝鮮での干ばつにより仁川の定期米市場で44円という高値となったのに対して内地の米商の一部が仁川に向けて米を集めていたところ、仁川市場で解合が成立したため米を送ることができなくなり、そこで余った米が正米市場に流れてきたためであるとしている<sup>77)</sup>。

10日の小樽の定期米市場では乱手を振る者が現れて途中で立会を中止している<sup>78)</sup>。同様に高岡でも立会が中止されている。

74) 『読売新聞』大正9年6月10日付。

75) 『国民新聞』大正9年6月10日付。

76) 『万朝報』大正9年6月10日付。

77) 『時事新報』大正9年6月11日付。

78) 『北海タイムス』大正9年6月11日付。

小樽市場では、その後臨時の証拠金を徴収し総解合を行うため、11日以降も休場を続けた。しかし取引所に納入する臨時追証拠金を納入した者は少数にと

11日は東京の米定期市場では51銭安の28円70銭の新安値を更新した。『国民新聞』は東京市場を「底抜け」状態であると述べている<sup>79)</sup>。

期米も惨落したが、10日から14日にかけての正米はそれ以上の暴落であった。『福岡日日新聞』は正米市場は「恐慌来」の状態であると述べている<sup>80)</sup>。

ここまで底抜けの暴落が続くと、どこが「値頃」であるか全く見当が付かない状況となった。

「定期の30圓臺割れと同時に米そのもの、實質を本位とせる採算意識熾烈となり、所謂値頃觀の買物現はるゝに到りしが、その値頃なるものも既に脱線的狂亂相場を演じ來たりし今日に於ては甚だ謂はれなき事にして、曩きの35圓臺も値頃なれば30圓臺も値頃、又今後25圓臺を現出する事ありとせばそれも値頃にて、滔々たる落潮の前には到底値頃とか採算とか理屈めきたる事を云ふ暇なく、天候の如何さへ殆ど問題視されざる今日、一部硬化筋其他強氣が意地的に或は自己の力を過信せる慢心より我武者買を取てするに對して無暗と提灯をつくる事は危険にして、益々相場の氣味を惡化せしめ自ら死地に陥るの結果となるべしとて値頃買警戒を力説する向もありたり。」

(「値頃買の錯誤」『大阪朝日新聞』大正9年6月12日付)

つまり定期が30圓台割れとなると値ごろ觀の買い物が現れるが、ここが値頃すなわち底値と見て買いに走っても暴落は止まらず買方には損失が累積するような状況となっており、値ごろ觀による買いは消極的になっていた。

---

どまり、解合はなかなか進行しなかった。この休場は結局6月28日まで続き、小樽定期米市場は閉鎖されたままになった。その間米価は持ち直し値上がりしているにも拘わらず解合価格の話し合いがつかず、総解合が進展しなかったのである。しかし6月29日の立会は当限のみの取引に限定され、それも空回りに終わったことから直ちに休会している。7月1日に新甫より9月限の取引に限って立会が再開された。

79) 『国民新聞』大正9年6月12日付。

80) 『福岡日日新聞』大正9年6月11日付。

これは株式市場のところで述べた「難平買い」が有効でなくなったのと同じ状況である。

地合の悪化に加え、銀価下落による輸入米価格の下落と外米払い下げの圧力が正米の暴落を促進した<sup>81)</sup>。12日の大阪期米の先限は27円79銭まで下落した。小樽・高岡に続いて京都の期米市場も12日の立会を一時中止して解合を行っている<sup>82)</sup>。

白米の小売価格も期米・正米の下落に伴って下落した。東京白米商同業組合は11日からの市中小売標準値段を前回よりも平均3円70銭安く設定した<sup>83)</sup>。ちなみに6月中旬の米の1升当りの小売価格は表Ⅸの通りである。

表Ⅸ 米の小売価格（1升当り）

生搗米 1等 54銭5厘 2等 52銭9厘 3等 51銭1厘

精白米 1等 53銭 2等 51銭4厘 3等 49銭6厘

（『中央新聞』大正9年6月15日付）

精白米3等は1円で2升買えるような価格となった。大阪西区西九条の公設市場では白米1升を38銭で廉売している<sup>84)</sup>。

米だけでなく麦の価格も下落し6月には高値に比べて約三分の一にまで下落した<sup>85)</sup>。大麦は1俵5円でも買い手がないと報じられている<sup>86)</sup>。

これまで述べてきたように、6月になると期米・正米ともに下落が続き、前者は最低26円59銭、後者は最低38円60銭にまで下落する<sup>87)</sup>。このように期米・正米が暴落しているその最中の6月15日に政府は保有する外米の一部を払下げしている。これは衆議院総選挙も5月10日に済み、政治的リ

81) 「外米拂下と米價」『東洋経済新報』大正9年6月12日号、24ページ。

82) 『京都日出新聞』大正9年6月13日付。

83) 『中外商業新報』大正9年6月11日付。

84) 『大阪朝日新聞』大正9年6月15日付。

85) 『中央新聞』大正9年6月11日付。

86) 『大阪朝日新聞』大正9年6月15日付。

87) 「財界動揺史」529ページ。

スクもなくなったことから、地主層に不人気な外米払下げを断行したものと見られる。政府保有外米の払下げの見通しが米価を一層抑圧したことは明らかであり、米騒動に起因する政府による米穀の供給は安定供給という目的を達せず、ただ市場を攪乱しただけに終わったと言うべきであろう。

### 綿糸市場の動向

綿糸市場は6月の発会時にはそれほどの波乱はなく、不味の状況が続いていた。それでも『時事新報』は相場は今は底でこれ以上下がることはないだろうと予想している。

それは何故かという、これ以上価格が下がれば綿糸商が破綻してしまい、それは結局は紡績業者の損失になることからシンジケート団が組織されて糸価の維持が行われようとしており、もしそれが失敗すれば紡績業者は自衛のために徹底的に操短を行うであろうから、これ以上の暴落はないというのである<sup>88)</sup>。

このような予想にも拘わらず、6月1日からアメリカニューヨーク取引所で綿花の取引が中止されていたことと、他の市場が漸落していることから影響を受けたことと、綿糸の解合が進捗しないこともあって、3日には寄り付きから下落を始め、東京市場では前日比20円～27円80銭下落して、当限348円、先限335円20銭となった。

これを見た『国民新聞』は、「財界各方面の危機は日一日と濃厚となつてゐる爲めに相場も引返す力なく、僅かに利喰に因つて時に下げ過ぎる位なれば、極言すれば相場下落するのが普通で其の引返しを見るのが寧ろ不思議〔な〕位である」と市場は下げるのが常態になっているとすら述べるようになっていた。同紙は紡績会社の操短が効果を現すのは3～4ヶ月先であり、また現在のように需要がほとんどない状況では5割操短をしたところで何の効果もないとかなり悲観的な見方をしている<sup>89)</sup>。

88) 「上半期の綿糸」(下)『時事新報』大正9年6月3日付。

89) 『国民新聞』大正9年6月4日付。



紡績会社の操短については、それが物価調節と逆行すること、操短による価格水準でも紡績会社には莫大な利益が生じること、超過供給に陥ったのはこれまでの行き過ぎた投機思惑に原因があるのだから、まず投機者が自分の責任でこの始末をつけるべきであり、操短によって価格をつり上げるのはおかしいとする議論もあった。

しかし紡績会社からすれば、操短拡張によって糸価を維持し、それでもって先物契約の受渡を行う方が有利であると判断していたと考えられる。しかしながら操短拡張によって在庫が大幅に圧縮されるわけではなく、需要も回復する見込みはなかった。従って、操短拡張だけで解合問題が解決するとは考えられなかった。

『大阪朝日新聞』も「愈よ以て綿業界は先約還元の根本的救済策を講ずるの外なきに至るべく、<sup>89</sup> 糸が救済策の提唱と具體化は聽て絲界の暗雲一掃となるべき筈なれば、一般関係者は豫め此の邊の事情を留意し置くの要あるべし」と述べて<sup>90</sup>、先約取引の解合（先約還元）は不可避であるとした。

綿糸の5月6月物の受け渡し及び間接解合はすでに完了していたが、その代金の決済は難航していた。つまり先物市場で転売が盛んに行われた結果、売りと買いが錯綜しており、部分的な解合では解決のできないような状況となっていた<sup>91</sup>。7-9月物の総解合の条件が決まらなければ5-6月物の決済ができなくなっていた。

他方、市況の方は、4日には各市場とも反発している。また6月7日に紡績会社が操短を決議したことを受けて同日の大阪綿糸市場は上昇した。この操短は6月15日から開始され、原則として以後6ヶ月にわたり毎月4昼夜の休業を行うというものである。

しかしその後、東京綿糸市場では銀価安と前日の米価暴落の影響を受けて、6月10日の前場で先限物が15円10銭安の326円90銭と暴落している。この綿糸暴落の原因について『中外商業新報』は次のように述べている。

90) 『大阪朝日新聞』大正9年6月4日付。

91) 「決済實行難」『大阪朝日新聞』大正9年6月4日付。

「今次の綿糸暴落は高値當時の半額にして對内的に觀れば其暴落の源泉は勿論金融の梗塞が直接大原因なるも、又昨年11月政府の發布せる輸出制限令の効果は日を経るに連れて阪神在荷の増加を來せる折柄、2月19日に至り該制限令中、輸出綿糸20番手以下の輸出許可申請書は前月末日迄に提出せざれば受理せざる事となり、6月1日以降絶対輸出禁止とし、更に3月中旬に至り42番手以下の中糸をも手心を加へて輸出を制限せるに加へて、一方紡績の生産額は新設擴張等に依り機械到着据付中のものにて運轉を開始せる結果、出來高徐々に増加し4月中の生産は約17萬3000梱と空前の記録を示すに至れり。従つて内地在荷の増加は荷凭れより買氣萎縮見送りの姿となりて相場暴落せるの際、今次の金融梗塞にて賣物嵩みとなりしに、實際消費者たる各機業家は製品賣掛代金の回收難に陥り、取消又は荷物の返送を受け、特に金融梗塞上信用の減殺を招致して手形割引不圓滑となりし結果、製品の安定付かざるため爰に操業の休止となりしに、加ふるに株式、生絲、期米の他動的暴落波動を受け、對外的には邦品唯一の輸出仕向地たる印度及び支那は銀塊暴騰爲替低落の結果、買氣ありしも兩國共に國內金利は昂騰し、印度の如き本年に入りて手形割引率は1分宛3回引上げ年9分となり、上海も金利5割てふ空前の高率を示したるため、買氣を擁しながら餘りに買進まず更に近時に至り上海金利は1割2分に印度割引率は8分と低下せるも銀塊は鑄潰點以下に低落して爲替騰貴せるため買氣頓挫し搗て、加ふるに内地市價暴落の結果は投賣の續出を見越して買控られしにより、阪神倉庫に於ける綿布在高は7000餘萬圓の大停滯を表現し、各倉庫は爲に貨物の出入なく満庫の状態となりし等の事情加速的に來りしは暴落大原因にて…」

（『綿還元』『中外商業新報』大正9年6月11日付）

同紙は綿糸価暴落の原因を金融梗塞と輸出制限令による在庫増加と銀価安（つまり円高）による輸出不振に求めた。ここで述べられている綿糸輸出制限は4月27日に撤廃されたが、この撤廃の効果は余りなかったことは「破綻と崩壊」（Ⅱ）で述べた通りである<sup>92)</sup>。この記事では綿糸輸出制限令の効

92) 綿糸輸出制限の経緯については、拙稿「大正バブル期における経済政策の転換

果について書かれているが、その制限令はすでに廃止されたことは書かれていない。恐らく論旨の一貫性を保つためであろうが、その理由は不明である。

『国民新聞』は銀価の下落は世界的な不況の反映であり、また期米価格の暴落は農家の購買力に悪影響を与えるため、綿糸市場がこれらの影響を受けて価格が下落しているのだとした<sup>93)</sup>。また同紙は「實際問題として今日の綿糸相場を以てせば如何なる種類の綿製品も引合ふのであるが、機業家は時價に比し 10 割以上も高價の原料買付けがある爲め機業不能に陥つてゐるのである。従つて機業地の復活は高値約定品の一掃にある。而かも高値約定品の一掃を敢行するには昨今の綿糸商は餘りにも疲弊し過ぎてゐる」と述べて綿織物の復活のためには莫大な評価損を抱えている綿糸取引の総解合が必要であるとした。そこで特に紡績会社が支払うべき犠牲を払わず、ひたすら我利擁護をしていることが大きな障害であると紡績会社の態度を批判した<sup>94)</sup>。

11 日には大阪のモスリン商戸田直（猶七）商店の整理の影響もあつて<sup>95)</sup>、東京綿糸市場の後場第 4 節で先限の 11 月限はついに 300 円の大台を割り、289 円 40 銭の新安値を記録した。もはや紡績会社の操短程度では需給の不均衡を是正できるような状況ではなくなっていた。『国民新聞』は商業界の機能は崩壊しているとすら述べている。同紙は商業界の機能を回復するためにも総解合をまとめることが必要であり、政府も対策を打つべきであるとした<sup>96)</sup>。

11 日は綿糸市場だけでなく、株式市場、米市場でも暴落に見舞われている。市場の崩落は手の付けられないような状況となっていた。

---

とその効果」（Ⅰ）『桃山学院大学経済経営論集』第 50 巻第 4 号、2009 年 3 月を参照されたい。

また綿糸輸出制限策の効果については、拙稿「大正 9 年 1-2 月期におけるバブル経済」（Ⅱ）『桃山学院大学経済経営論集』第 52 巻第 2 号、2010 年 10 月を参照されたい。

93) 『国民新聞』大正 9 年 6 月 10 日付。

94) 『国民新聞』大正 9 年 6 月 10 日付。

95) 『大阪毎日新聞』大正 9 年 6 月 11 日付では「戸田猶商店」となっている。

96) 『国民新聞』大正 9 年 6 月 12 日付。

12日も生糸以外の主要市場即ち株式、米、綿糸の各市場は暴落している。東京綿糸も当限で306円、先限で272円まで下落している。大阪三品市場では綿糸暴落に伴い223万7000円の追証を徴収した。『国民新聞』は綿糸価格がここまで急激に下落すれば裁定取引が行われるはずであるが、それが行われていないことに疑問を呈している。

「綿絲商にあつてはシ團へ410圓で賣渡したものが280圓の安値となつたならば定期市場で身代り買をなすのが普通の商策であるのに夫れをしも敢てしない。然らば綿絲商は資力減耗ではないやうだ。現に綿絲商組合では先頃決行した總解合の値合金全額の5月分の受授を行つてゐる。低落せる時價に因つて解合つた値合金の全額(ママ)の全額受授が行はれる位みであるならば一般救済の必要はない筈だが、100圓方もある鞘取りをも看過してゐるのは如何なる譯合であらうか。」

(『国民新聞』大正9年6月13日付)

既にシンジケート団に先物で410円で売っている者は先物が280円になったわけであるから買いの裁定取引をして利益を得る事ができるはずであるのになぜそれをしないのかというのである。

当限以外は300円を割ったような状況を見て『東京日日新聞』は「斯くなり來りては如何なる救済策の講ぜられたりとするも到底糸界の立ち直ほりを期待すべくもあらざるべく」とどのような救済策も役に立たず、自然淘汰による市場回復を待つしかないと述べている<sup>97)</sup>。

さらに銀価の下落を受けて6月15日の大阪三品市場の綿糸は暴落し、終値は6月限280円10銭、7月限282円30銭、8月限278円90銭、9月限278円90銭、10月限273円90銭、11月限267円30銭となった。通常は受渡が先になるほど価格は高くなるのだが、8月限～11月限の価格が6月限の価格より低くなるという逆鞘が発生している。それほどまでに先安見込みが強くなっていたのである。特に11月限が270円割れの水準にまで暴落した

97)『東京日日新聞』大正9年6月13日付。

ことは市場が深刻な状況に陥っていることを示唆している。

## 生糸市場の動向

5月24日の七十四銀行と茂木合名会社の破綻以後、生糸市場の暴落は続いていた。『時事新報』によると横浜港に集散する絹物年額3億円のうち半分が七十四銀行の融資を受けており、その破綻の影響は甚大であった。

貿易商による現物の1800円以下売り止め制限も効果はなく、すぐに撤回され生糸価格は暴落するに任されていた。

「蓋明け後の先物は140圓臺に陥落して新期安の人気を示せるのみならず、銀行業者も先安を懸念して向後の入荷に對する擔保価格は1梱に付300圓の引下を實行せるなど先行に何等樂觀的材料なきに反して惡材料は斯く踵を接して湧起する有様なれば市場人氣は全く消沈を極め恐怖に驅られて益々惡化し、何時に至らば安定するか見當付かざる状況なるが故に買人側も黙して語らず。特に1800圓以下賣止の決議存せるあれど同値以下にては商談するも無益也。左りとて氣配は夫れよりも著しく低位に存するを眺めて高値に買収する能はず。全く賣らず買はずの状態を呈し、今の所にては局面の展開は殆ど認め難し。斯く市況をして行詰りの状態に陥らしめたるは原料なる新繭相場の底抜的暴落に基因するもの也。昨今の繭價より觀れば定期相場は敢て安値ならず、繭を買収し是を賣繋ぎて尚ほ利得あり。斯く先行は元値安にて品質良好なる賣物の滔々として流入し來る次第なれば内外需要迄見送り得る丈け見送るは當然の情也。隨て繭相場にして底入状態を呈する迄は市況暗澹たるを免れざるべき乎。」

（「形勢尚暗澹」『福岡日日新聞』大正9年6月1日付）

新繭価格が暴落したことから、現物生糸相場も将来更に下落すると予想されており、繭相場が安定するまで現物生糸相場の先行きも分からない状態となっていた。

現物生糸価格は6月初めに1300円台まで暴落する。そのため横浜蚕糸貿

易商組合は6月中の横浜荷受の拒絶または制限を決議し、同時に全国の製糸家に対して3割の操短を勧告した<sup>98)</sup>。

『時事新報』による七十四銀行の破綻以後の繭価、現物生糸価格は表Xの通りである。

表X 七十四銀行破綻前後の繭価と現物生糸価格の推移

	5月22日	5月25日	6月2日
繭1貫目	11~12円	6~7円	6~7円
生糸上一番	1800円見当	1500円見当	1300円見当

(『時事新報』大正9年6月4日付)

定期生糸市場も月替わりの新甫入りで相場は上昇すると予想されていたのが、予想とは逆に発会は暴落によって始まった。

「定期生糸は受渡休會中現物の好賣行にて内氣配は一時見直し發會市場の好況を期待せられたるが、現物の賣人氣旺盛にして出來跡氣配頓に鈍化したるを移して買氣挫折し場面は賣人氣に風靡され相場存外不引立にして、新甫10月限は150圓也と内氣配よりも10圓方の下値に生れ一入人氣を沮喪せしめ、形勢不良に傾ける折柄現物は100圓安にも買手なく、封印付の如き200圓安にても賣應ぜん風情なるを眺め、人氣は再び動搖氣味となりて、相場は節々凋落を辿り、當限130圓10錢、7月限141圓90錢、8月限140圓50錢、9月限141圓、10月限135圓に引け、之を納會相場に比すれば當限の6圓安を除き、他は實に15圓より18圓方の慘落を演じ、新甫10月限も生れ値より15圓方の暴落を告げたり。」

(「期絲發會暴落」『中外商業新報』大正9年6月2日付)

現物の売り人氣に押されて定期市場も不振となったのである。ここでも綿糸同様、先限価格が安くなっており、先安期待が強いことが示されている。

98) 横浜市編『横浜市史』第5巻上、横浜市、昭和46年、687ページ。

この定期生糸市場の暴落が出回期となっていた新繭の価格に悪影響を与えたことは間違いない。このように定期と現物が互いに因となり果となって価格は暴落を続けたのである。

その間、実物方面では、春繭の不作により、蚕糸救済がなくても需給のバランスが回復するという見通しを示す論調もあった<sup>99)</sup>。しかしこの見方は在庫圧力を無視したものであり、春繭の不作という供給減少によって市況が回復したわけではなかった。

この間、ニューヨークの生糸相場も暴落を続けていた。『中央新聞』はこの暴落の原因を次のように述べている。

「(1)米國內に於ける戦時景氣に刺戟せられたる思惑取引の反動による在荷の消化難と(2)戦後反動期に入り金融市場の硬化と共に需要力の減退せると(3)諸物價低落の影響を受けて糸價も漸落歩調にあるとによるものであるが、又(4)本邦糸價の慘落による米國市場の人氣を惡化し過度の先安見越の觀念を助長し買氣を沮喪せしめしことも與つて力がある。」

（「紐育生糸續落」『中央新聞』大正9年6月10日付）

暴落の事情はわが国と共通したものがあるが、わが国の暴落が米国にも伝わっていたことが分かる。冒頭で述べたように、ニューヨーク連銀が金利を引き上げたことも暴落の一因と考えられよう。

横浜市場の6月前半の市況を八王子格の価格で見ると、6月4日には1410円で取引引きされていたものが、7日には1200円に下落したが、これが底値となり、10日には1350円まで戻し、17日には1680円に上昇している<sup>100)</sup>。

これを見ると6月上旬は市場は不振であったが、それ以降少なくとも現物市況は回復しているのが分かる。底値のタイミングは株式市場や他の商品市場とは異なっているが、その後は回復しており、大まかな値の動きは他の市

99) 『読売新聞』大正9年6月8日付。

100) 『銀行通信録』第70巻第417号、大正9年7月20日、104ページ。

場と連動しているといえることができる。

## 銀価安と貿易収支

6月3日には5月の貿易が1億円超の赤字であったことが伝えられ、これも安値材料となった。『万朝報』は「何處迄行けば底を入るゝものか、殆んど見當さへ附かず」とまで述べている。また同紙はこの貿易赤字が上半期で5億円に達し、高橋蔵相の樂觀説とは逆に下半期にも継続するのではないかという懸念を示した。

同紙はこの貿易赤字の原因として綿花や羊毛で今なお投機思惑による輸入が行われていることを挙げて、このままでは下期の黒字は期待できないとしたのである<sup>101)</sup>。

この当時の我が国の貿易収支は上半期が赤字で下半期が黒字というパターンを示していたのだが、大幅な赤字が続いたことからこのような悲観論が出てきたと思われる。結局大正9年上半期の入超額は4億7846万円であった<sup>102)</sup>。上半期の貿易について『銀行通信録』は以下のようにまとめている。

「之を要するに本年上半期に於ける本邦對外貿易は、輸出に於ては戰亂の終熄と共に當然減少すべき軍需關係品を除くの外概ね其輸出額を増加し、又輸入に於ても増加額の顯著なるものは主として工業用原料品並機械類及肥料に屬し且つ本春來問題となれる輸入超過の如きも米國に於ける荷役人夫の同盟罷業の爲め同國に停滯し居りたる同國產棉花が右同盟罷業の解決並戰亂の終熄に依りて生じたる船腹の餘裕の爲め本年上半期に於て一時に輸入せられたる等の事情に基くものにして其點は敢て驚くに足らずと雖、不幸本期後半に於て襲來せる財界急激の變動は内地一般機業を始めとし蠶絲、綿絲、莫大小、鐵、燐寸、薄荷、陶磁器、肥料、皮革等の諸工業をして休止若くは操短の外ならしめたる上、爲替預金の不圓滑、内地市價の不安定等忽ち輸出貿易の上にも支障を來し、輸入貿易も亦契約品の處

101) 『万朝報』大正9年6月4日付。

102) 『銀行通信録』第70巻第418号、大正9年8月20日、21ページ。



分に窮するもの少なからざる等甚だしく憂慮の状態に陥りたる事は本邦對外貿易上誠に遺憾に耐へざるところなりとす、尤も變動以來來<sup>(ママ)</sup>た3箇月を出でず、加ふるに對外貿易は一般に注文と出荷との間に相當期間あるを常とするを以て該變動の影響は未だ本期貿易の數字上に現はれざるが如しと雖も、下半期に及ぶと共に自然顯著なるを免れざるべし、即ち内地市價の不安定に伴ふ外國注文の差換並に輸出品價格の低落は勢ひ輸出額の減少を來すに至るべく、一面内地工業の不振並に購買力の減少は工業用原料品並に機械類<sup>(ママ)</sup>を始めとし肥料織物類其他各種製品の輸入をも減少せしむるに至るべし」

（『銀行通信録』第70巻第418号、大正9年8月20日、23ページ）

同誌はバブル崩壊の影響は下半期の輸出と輸入の減少となって現れるだろうと予想している。

しかしこのような大幅な貿易赤字にも関わらず、銀安のために為替レートは上昇したのである。

『時事新報』によると、銀価は大正8年5月から上昇を始め、その後9ヶ月間暴騰し続け、大正9年に入ってニューヨークで1ドル37セント、ロンドンで89ペンス半という最高値に達した後暴落に転じ、6月初めにはニューヨークで99セント台、ロンドンで57～58ペンスにまで下落していた<sup>103)</sup>。

この銀価暴落の原因について、『九州日報』は（1）インドの需要減少、（2）中国の需要減少、（3）欧米諸国が代用貨幣を鑄造したことによる需要減少、（4）メキシコを始めとする中北米諸国における産銀額増加を挙げ、需給の激変により銀価が暴落したのだとした<sup>104)</sup>。その後も銀価は暴落し、6月15日にはロンドンで44ペンス丁度となった<sup>105)</sup>。翌16日にはニューヨークで80セントと底値となった。以後銀塊相場は上昇に向かう<sup>106)</sup>。

103) 「銀相場趨勢」(上)『時事新報』大正9年6月5日付。

104) 「銀塊暴落の眞因」『九州日報』大正9年6月18日付。

105) 『時事新報』大正9年6月16日付。

106) 『銀行通信録』第70巻第417号、大正9年7月20日、89ページ。

これに追い打ちをかけるように銀安に伴い中国やインドに対して円が高くなるとともに米ドルに対しても円高が進行したことから輸出が困難な状況になっていた。

「金融市場の梗塞以來輸出爲替資金の缺乏甚しく、殊に各種商品を通じ暴落を續け商取引全く混亂狀態に陥りたる事とて、各爲替銀行の警戒嚴重を極め容易に輸出爲替の取組に應ぜずして貿易金融梗塞の結果、輸出貿易著しく不振となりたる處へ外國に於ける商人は我内地財界動搖し一般商品の暴落甚だしきに鑑み新規約定を見合はすに至りたるのみか、既に買付けたる商品に對してすら種々の口實を設けて之が引取りを拒絶せんとするもの續出し一層輸出貿易に惡影響を與ふるに至れり。殊に最近對外爲替の變動甚しく、對支爲替相場の如き倫敦銀塊暴落の影響を受け逐日昂騰を續け、一日に2、3兩見當の變動を見る事少からざるため、爲替銀行は何れも相場の波瀾激しき丈け之が取組みに多大の警戒を加へて對支輸出貿易は殆ど杜絶せる外、尚米國向爲替の如〔き〕も逐次昂騰一方にして15日正金銀行は更に4分の1方引上げ、電信賣49弗8分の7、參着賣50弗、4箇月買53弗8分の1に引上げ益々輸出貿易不利となれる等、爲替變動の對外貿易に及ぼす影響益々甚しからんとする模様ありと。最近印度向爲替相場は銀塊暴落の影響を受け昂騰を續けつゝあるが、15日正金銀行は更に賣買を通じ10<sup>ルビー</sup>留比方の引上げを行ひ、參着賣135留比2分の1、30日買143留比なる高値となし、過日の安値參着賣96留比見當に比較するときは實に40留比方の昂騰を來したる勘定にて、本邦紡績會社の印度棉買付けに多大の利益を得べきが如しと雖も、本邦紡績の使用すべき印度棉は既に大部分輸入を終へたるを以て斯く對印爲替の昂騰も何等の影響なく、反對に我對印輸出貿易に益々大打撃を與ふるに至りたりと。」

（『對外貿易益不振』『大阪毎日新聞』大正9年6月16日付）

中国については銀価安による為替の大幅変動のために輸出貿易ができなくなっていた。他方、インドルピーに対して円高になれば、インドからの輸入品である原綿の円建て価格は低下することになるが、紡績会社のインド綿買

付はすでに終わっており、円高のメリットを享受することはできず、対印輸出に大きな打撃があるというデメリットだけが残った。

『銀行通信録』が「而して銀塊相場の低落は直ちに支那、印度等の銀貨國に對する爲替相場の昂騰を促すと共に、爲替相場の昂騰は更に輸出貿易の不振を促し、經濟上に種々の惡影響を與へたり」と述べているように<sup>107)</sup>、銀価の下落は銀本位国の中国やインドに對する輸出にとって障害となり、その影響を受けたのが綿糸であつて、この時期の綿糸暴落の一大原因となつたのである。

このほか銀価安は外米の輸入価格にも影響を与え、これによる外米価格の下落が米相場を悪化させたとの見方もあつた<sup>108)</sup>。

## 小括

七十四銀行破綻後に『大阪朝日新聞』は大正バブルを回顧してその原因を投機思惑の心理作用に求めている。

「休戦後の財界小反動を經過したる財界人氣は〔大正8年〕6月末の講和條約成立を一期として轉換し、歐洲各國の戦後恢復容易ならず而も戦勝の喜悅は各地を通じ物資の需要を喚起すべしとの觀測の下に諸商品に對する投機思惑熱逐日高潮し、下半期に至つては事業の濫興と相俟つて殆ど常軌を逸し、此情勢は米國の講和條約反對に伴ふ世界各國間の政治的外交的暗翳は愚か、當初豫期されたる米國の對歐<sup>(ママ)</sup>財的援助の打切り等前途觀測上の大問題をも等閑に附し、更に又商品實需關係を全然無視し専心思惑空賣買を盛行したり。昨冬に至り偶歐洲各國の信用梗塞狀態が英米爲替相場を中心とし、世界各地の爲替市場に表現するや茲に初めて識者の注意を惹くに至り、米國は逸早く茲に着眼して夫々對策を實行し出したるに拘らず、本邦財界は世界的物資供給地たるの自惚と夏以來の情勢に支配されて政府は勿論一般商人も共に躊躇逡巡の態あり。この情勢は本年2月迄繼續し彼貿

107) 『銀行通信録』第70巻第417号、大正9年7月20日、6ページ。

108) 『財界變動史』269ページ。

易入超の連月巨額に上るの事實を知りて初めて天下の秋を知るに至りたる有様に  
して、此間金融業自身が此デレンマに陥りたる事は一層其反動來の深刻なるべき  
を想像せしめたり。茲に注意して置くべきは昨夏以來の空景氣が世界的にして、  
従つて其思惑賣買が世界的性質を有し其反動期に於ける動搖も亦世界的となるべ  
き關係にある事にして、這是最近の共鳴的動搖之を證して餘りあるべく、而も恐  
慌襲來の經過は定期市場及一般商取引の蹉跌に初まりて最後に生産業者及金融業  
者に及ぼし來る事恐慌史の證明する所にして、而も本邦財界今日の動搖は從來の  
經緯より見て結局此轍を履むに非ずやと思考さるゝ丈、現下の動搖は將に第二期  
症状を呈し來らんとする状態にありと云ふべし。」

(「我財界の歸着點」(1)『大阪朝日新聞』大正9年5月27日付)

同紙は大正バブル發生の契機を講和条約締結に求めている。平和回復による  
需要増加予想がバブルを發生させたというのである<sup>109)</sup>。

同紙は本稿冒頭で引用した『時事新報』の記事と同じく、投機思惑の空景  
氣は何もわが国だけのことではなく世界的な傾向であり、この反動もまた世  
界的な規模となるとしている。そのユーフォリアはわが国の場合には大正9  
年2月の貿易赤字まで続いた。そしてこの空景氣に対して冒頭で述べたよう  
に米国はいち早く対策を取ったが、わが国は対策を取るのに「躊躇逡巡」  
し、対策を採るようになるのが貿易入超が明らかになってからとなり、それ  
だけ反動が深刻になってしまったというのも『時事新報』と同じである。そ  
して反動は定期市場及び一般商取引から始まって生産業者や金融業者に波及  
することから、現在の状況は生産業者や金融業者に波及する第二段階にある  
としている。冒頭にも触れたがこの時点になると世界的不況が視野に入っ  
てきたのである。

この当時、不況に対しては緊縮政策をとって不良企業を淘汰すべきである

109) かつて私は不景氣の底は大正8年4月であり、5月から景氣は回復過程に入  
ったと述べた。

拙稿「大正バブル初期に於ける日銀の金融政策」『桃山学院大学経済経営論集』  
第49巻第4号、2008年3月。

という考え方が主流であり、わが国をはじめとして各国で緊縮的な金融政策が採られていることは冒頭で述べた通りである。しかし市場では金利は上昇せず、逆に債券市場やスタンプ手形に見られるように金利は低下していた。しかし金融当局はこのような市場からのサインを真剣に受け取ることはしなかった。

大戦中から戦後のバブルにかけては逆に公定歩合よりも市場金利が上昇したために、金融機関は預金獲得競争に狂奔し、公式・非公式に預金金利を引き上げていった。これは金融機関の資金調達コストを引き上げることになり、不健全経営の原因となるため、政府・日銀は預金金利協定を結ぶことを金融機関に促した経緯がある。景気の度が過ぎると金利がコントロールできないことがしばしば起こるのである。

綿糸市場では紡績会社による操短は決まったものの、その効果は疑問である一方、7-9月物の総解合の仕方で紡績会社と綿糸商の間に意見がまとまらず、それが綿糸価暴落の原因となっていた。

輸出は銀価暴落のために特にインド・中国向けが振るわなくなり、これが特に綿糸輸出に悪影響をもたらした。このような一般経済界の不振を反映して株価も暴落を続けたのである。株価が回復しなければ、莫大な額の先物取引の乗り替えができず、大量の株が売りに出される恐れがあった。これがまた株価の先行き悲観につながり、売りが売りを呼ぶような状況になっていた。

表XI 株式および二大商品の戦中戦後の大勢的推移

年 月	株 式		大阪綿糸	横浜生糸
	株価指数	定期出来高	先物月平均	現物月平均
大正5年9月	174.24	3,822	152.12	1,155
10月	190.70	4,391	165.65	1,200
11月	213.53	3,704	186.36	1,348
12月	181.27	2,433	180.01	1,289

大正6年平均	190.83	2,037	252.64	1,287
同上 最高	226.25	3,374	387.73	1,585
大正7年6月	182.04	1,629	317.18	1,476
7月	180.30	2,628	347.65	1,496
8月	190.10	2,428	392.68	1,534
9月	187.98	2,151	405.10	1,514
10月	180.78	2,733	380.89	1,581
11月	192.12	2,583	322.19	1,603
12月	183.89	1,776	312.73	1,524
大正8年1月	178.20	2,156	325.57	1,338
2月	173.81	1,960	329.23	1,458
3月	176.18	2,373	326.17	1,387
4月	182.56	2,529	335.33	1,503
5月	189.71	3,698	375.25	1,711
6月	208.16	4,087	453.72	2,051
7月	222.45	4,064	498.77	2,164
8月	223.41	3,211	496.73	2,115
9月	244.38	5,550	525.54	2,210
10月	244.17	4,007	574.05	2,389
11月	233.51	3,634	604.77	3,025
12月	233.64	3,609	578.21	3,251
大正9年1月	250.84	4,929	570.99	3,962
2月	246.85	4,776	613.91	3,574
3月	225.41	6,579	628.37	3,414
4月	165.68	2,158	519.54	2,799
5月	149.18	2,687	382.27	2,075
6月	113.11	2,294	321.50	1,592
7月	126.37	1,431	339.05	1,354

8 月	127. 92	1, 869	308. 50	1, 271
9 月	120. 76	1, 879	282. 40	1, 489
10 月	113. 35	2, 319	252. 22	1, 600
11 月	120. 93	2, 933	315. 70	1, 599
12 月	119. 55	1, 879	252. 63	1, 517

（定期出来高の単位は千株。出所：『財界変動史』292 ページ）

『大阪朝日新聞』や『読売新聞』のいうようにバブル崩壊は突然やってきて、その後の経済界は波乱に翻弄されていた。その後一時は小康状態になるかに見えたが、七十四銀行の破綻により再び動揺し、その後6月に入れば相場は回復するかと期待されたが、6月に入っても米市場や綿糸市場では先物価格が逆ざやとなるほど先行き不安が強く、各市場の相場は回復せず、そのまま6月10日、11日と連日で、株式、期米、綿糸、生糸（11日は下げ止まり）の各市場では暴落に見舞われた。

そしてこれらの各市場の暴落は相互に関連しており、連鎖的に暴落が生じたのである。

「期米の連続的大瓦落、株式の續落、綿糸の大狂落等昨今の3市場は殆ど競争の姿にて暴落し來り、綿糸の300圓臺割れ、鐘紡の200圓臺割れ、期米の25圓臺と慘憺たる修羅場を演出せり。」

（『大阪朝日新聞』大正9年6月15日付）

このように各市場での暴落はまさに手のつけられないような状況に陥っていた。高橋亀吉は大正バブル崩壊は確かに大正9年3月15日から始まるが、表Ⅺの株価指数で見ると、2月の246.85から3月の225.41の僅か21ポイントの下落であり、暴落としては軽微なものであった。株価暴落が最も甚大であったのは4月であり、約60ポイントも下落している。以後6月まで株価指数は連続して下落している。高橋は大正バブル崩壊の中心期間を4月か

ら6月までの3ヵ月間であるとしている<sup>110)</sup>。

3月15日に始まった諸市場での暴落は、いくつかの銀行の破綻と市場の断続的閉鎖を伴いながら進行を続け、ついに6月中旬にはその最後のクライマックスを迎えようとしていた。

(続く)

(もちづき・かずひこ／経済学部教授／2016年12月14日受理)

---

110) 『財界変動史』291-293ページ。



## Remedies by the Government and Calming of Oscillation in the Markets ( I )

MOCHIZUKI Kazuhiko

“Taisho Bubble” began to swell after the conclusion of Treaty of Versailles. And the bubble collapsed in March 1920. The burst of bubble caused panics in stock markets and commodity markets so that the markets often closed in April and May. After reopening the markets stagnated by the credit crunch and trade deficits and stumbled again when Nanajushi-Bank went bankrupt. In those days the Japanese trade deficits aggravated by revaluation of Yen through devaluation of silver so that the Japanese exports to the silver standard countries like India and China stagnated.

The burst of bubble damaged to the performance of many firms so that they shrinked dividends. The fall of price of raw silk decreased the income of farms so that they were forced to sell their rice to pay the cost of producing raw silk. The price of rice in kind and future market fell down further. The price of cotton yarn fell because the devaluation of silver depressed exports of cotton yarn to China and India. In May it was clear that the world economy went to depression.

The prospect to recover the markets was mean. The price fall in stock and commodity markets didn't stop. In commodity market future prices were lower than spot prices. Traders expected further price down in future. Nobody knows where the bottom price is. And the people feared a panic would come again.

(to be continued)